

Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa

# CONTRATO DE COLOCAÇÃO COM TOMADA FIRME

---

Catarina Alexandra Figueiredo Rodrigues

*Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídicas Empresariais  
Sob a orientação do Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*

Lisboa, 2009

# CONTRATO DE COLOCAÇÃO COM TOMADA FIRME

---

Catarina Alexandra Figueiredo Rodrigues

## Modo de citar

---

Os autores são citados sempre pelo último apelido, com exceção dos autores espanhóis, que são citados pelo primeiro apelido.

A primeira citação de cada livro ou artigo é feita, em nota de rodapé de forma completa, nos mesmos termos da referência bibliográfica final. As citações seguintes, feitas ao longo do texto, apresentarão apenas os elementos essenciais.

Os preceitos legais indicados sem referência ao diploma a que pertencem constam do Código dos Valores Mobiliários com a redacção em vigor à data do presente texto.

## Abreviaturas

---

CC - Código Civil

CESR – *Committee of European Securities Regulators*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

C°MVM - Código do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

IPO – *Initial public offering* (oferta pública inicial)

LMV – *Ley del Mercado de Valores, Ley 24/1988, de 28 de julio*

OPA – Oferta Pública de Aquisição

OPD – Oferta Pública de Distribuição

OPS – Oferta Pública de Subscrição

OPV – Oferta Pública de Venda

RGICSF – Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

# Índice

---

<b>Introdução .....</b>	<b>6</b>
<b>Capítulo I: Questões prévias .....</b>	<b>8</b>
1. <i>Inserção sistemática .....</i>	<i>9</i>
2. <i>Enquadramento Histórico .....</i>	<i>9</i>
2.1. Regime anterior ao CºMVM .....	10
2.2. Código do Mercado de Valores Mobiliários .....	12
2.2.1. Subscrição pública e particular .....	14
2.2.2. Subscrição [e colocação] directa e indirecta .....	14
<b>Capítulo II: Colocação de Valores Mobiliários.....</b>	<b>19</b>
3. <i>Disposições gerais .....</i>	<i>20</i>
4. <i>Intermediação obrigatória .....</i>	<i>20</i>
5. <i>Da assistência e colocação: distinção das figuras.....</i>	<i>22</i>
5.1. As modalidades de colocação de valores mobiliários .....	25
5.1.1. Colocação Simples .....	25
5.1.2. Garantia de colocação .....	26
5.1.3. Tomada Firme .....	32
<b>Capítulo III: Contrato de Tomada Firme .....</b>	<b>36</b>
6. <i>Ofertas Públicas de Distribuição .....</i>	<i>37</i>
7. <i>Objecto.....</i>	<i>38</i>
7.1. Acções .....	38
7.2. Preço .....	40
8. <i>Intervenientes .....</i>	<i>42</i>
8.1. Oferente dos valores mobiliários .....	42
8.1.1. Promotores .....	42
8.1.2. Emitente (nas OPS's).....	44
8.1.3. Alienante (nas OPV's) .....	44
8.1.4. Fusão de posições: intermediário financeiro e emitente/alienante .....	45
8.2. Intermediário Financeiro .....	46
8.2.1. O conceito de intermediário financeiro.....	47
8.2.2. Regras de actuação dos intermediários financeiros .....	48

8.2.3. Consórcio para assistência ou colocação.....	50
8.2.4. Vantagens da intervenção de um intermediário financeiro.....	51
8.3. Os destinatários da oferta: accionistas e outros investidores .....	52
9. <i>Direitos e deveres das partes</i> .....	55
9.1. Direitos inerentes às acções: o direito de voto .....	57
9.2. Exercício do direito de voto inerente às acções objecto da oferta .....	61
10. <i>Bloqueio de acções</i> .....	63
10.1. Imputação de direitos de voto .....	67
<b>Capítulo IV: Qualificação Jurídica</b> .....	<b>74</b>
11. <i>Classificação e qualificação</i> .....	75
12. <i>Tipos e subtipos contratuais</i> .....	77
12.1. Subtipo: garantia de colocação.....	80
12.2. Subtipo: tomada firme.....	81
<b>Conclusão</b> .....	<b>85</b>
<b>Bibliografia</b> .....	<b>87</b>

## Introdução

---

A intervenção de um intermediário financeiro nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários visa, essencialmente, salvaguardar o respeito pelos princípios de protecção do mercado e da confiança dos investidores. De entre as modalidades de colocação de valores mobiliários à disposição do oferente elegemos como objecto do presente estudo aquela que proporciona uma maior segurança ao oferente, no que respeita ao sucesso da oferta, em contrapartida de um maior risco assumido pelo intermediário financeiro, pelo facto de este adquirir previamente, para si, os valores mobiliários objecto da oferta. Falamos da colocação com tomada firme.

A relevância do estudo do contrato de colocação com tomada firme é comprovada pela complexidade e interdisciplinaridade desta figura e pelo seu significado ao longo dos tempos.

Apesar de se tratar de um instituto cujo regime desfruta de uma certa coerência na evolução legislativa, o seu tratamento legal sofreu as adaptações típicas decorrentes do desenvolvimento dos mercados e das reformas efectuadas no sistema financeiro nas últimas décadas.

Neste contexto, o estudo mais aprofundado da tomada firme permite-nos consolidar a análise de um conjunto de figuras que gravitam na sua órbita e que tocam as mais diversas áreas, permite-nos, assim, ter uma noção bastante completa e plural das várias temáticas analisadas e do seu cruzamento.

Tendo como motivação a procura de soluções para dar resposta directa a algumas situações concretas, de cariz eminentemente prático mas sem tratamento específico no regime legal em vigor, dividimos a presente dissertação em quatro capítulos, entre os quais procurámos distribuir as questões essenciais que podem ser suscitadas e para as quais procurámos soluções.

Iniciaremos o nosso estudo com uma abordagem histórica do instituto em análise e das circunstâncias em que surgia tratado na legislação anterior, em especial no Código do Mercado de Valores Mobiliários, tarefa que será levada a cabo ao longo do primeiro Capítulo.

Seguidamente, no Capítulo II, procuraremos fazer a distinção entre algumas das figuras que se relacionam com a tomada firme, com o propósito de destacar este instituto, essencialmente, pela particular *performance* que assume no seio das figuras com ele conexas.

O Capítulo III abordará o núcleo essencial do contrato de tomada firme, procurando dissecar os vários elementos que o incorporam e que lhe concedem as características fundamentais do regime aplicável.

Por último, anotaremos, no Capítulo IV, algumas das perspectivas possíveis para a classificação e qualificação jurídica do contrato, expondo a nossa posição quanto ao assunto.

Este texto não pretende ser exaustivo na análise do feixe de matérias envolvidas, procurando antes identificar as questões tidas como essenciais, dar uma perspectiva o mais ampla possível das suas repercussões e propor linhas interpretativas que suscitem a reflexão impulsionando o aperfeiçoamento do regime actualmente em vigor.



## Capítulo I: Questões prévias

---

## 1. Inserção sistemática

O contrato de colocação de valores mobiliários com *tomada firme*, objecto do presente estudo, é regulado pelo Código dos Valores Mobiliários<sup>1</sup>, inserindo-se na Secção IV (Assistência e Colocação”), do Capítulo II (“Contratos de Intermediação”), do Título VI (“Intermediação”). A referida Secção IV, como a própria epígrafe esclarece, respeita às actividades de assistência e colocação, secção onde se insere a tomada firme, prevista e regulada nos seguintes termos:

*“Artigo 339º*

*Tomada firme*

*1 - Pelo contrato de tomada firme o intermediário financeiro adquire os valores mobiliários que são objecto de oferta pública de distribuição e obriga-se a colocá-los por sua conta e risco nos termos e nos prazos acordados com o emitente ou o alienante.*

*2 - O tomador deve transferir para os adquirentes finais todos os direitos de conteúdo patrimonial inerentes aos valores mobiliários que se tenham constituído após a data da tomada firme.*

*3 - A tomada firme não afecta os direitos de preferência na subscrição ou na aquisição dos valores mobiliários, devendo o tomador avisar os respectivos titulares para o seu exercício em termos equivalentes aos que seriam aplicáveis se não tivesse havido tomada firme.”*

## 2. Enquadramento Histórico

O propósito deste ponto é o de proceder a uma retrospectiva da regulação quer da tomada firme e dos institutos que gravitam em torno desta figura (nomeadamente a noção de subscrição e de colocação), bem como daqueles que lhe estão subjacentes (como, por exemplo, os conceitos de oferta pública e de intermediação obrigatória). Neste sentido, faremos uma breve análise da legislação que se encontra dispersa pelas últimas décadas, passando por algumas das disposições de cinco diplomas que vigoravam antes da aprovação do antigo Código do Mercado de Valores Mobiliários<sup>2</sup>, prosseguindo-se com o estudo do que a partir de então o mesmo dispunha, a este respeito. Procura-se, desta forma, reunir

---

<sup>1</sup> Doravante CVM, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro e republicado pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro, com alterações introduzidas pelos seguintes diplomas: Decreto-Lei n.º 61/2002, de 20 de Março; Decreto-Lei n.º 38/2003, de 8 de Março, Decreto-Lei n.º 107/2003, de 4 de Junho, Decreto-Lei n.º 183/2003, de 19 de Agosto, Decreto-Lei n.º 66/2004, de 24 de Março, Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março, Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro; Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro e Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho.

<sup>2</sup> Doravante CºMVM, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de Abril.

os instrumentos necessários para seguir com uma investigação mais consciente (do ponto de vista histórico) das disposições actualmente em vigor.

## 2.1. Regime anterior ao C°MVM

Seguindo um critério cronológico, referimos, em primeiro lugar, o Decreto-Lei n° 41403, de 17 de Novembro de 1957<sup>3</sup> (“**DL 41403**”), publicado num contexto de reforma do sistema financeiro, propondo a reorganização do sistema de crédito e da estrutura bancária. As disposições mais relevantes concentravam-se nos artigos 19° e 20° do Capítulo II, relativo à defesa do crédito. O primeiro destes preceitos vedava a algumas instituições de crédito a aquisição de acções ou partes de capital de outras instituições de crédito. O artigo 20° configurava uma excepção ao normativo que o precedia, ao permitir “às instituições de crédito tomar firme a emissão de acções ou obrigações de outras instituições de crédito ou de empresas de qualquer natureza a fim de serem colocadas mediante subscrição pública”. No caso de estas subscrições abertas serem levadas a cabo por bancos comerciais, a aplicação desta excepção ficava limitada a determinados limites, estabelecidos pelo artigo 39° do DL 41403<sup>4</sup>.

Ainda no seio da reforma do sistema bancário e com o objectivo expresso de regulamentar os princípios legais estabelecidos pelo DL 41403 e completar as suas disposições, foi publicado o Decreto-Lei n° 42641, de 12 de Novembro de 1959<sup>5</sup> (“**DL 42641**”). Atendendo ao propósito subjacente a este diploma, a referência à tomada firme era feita em moldes semelhantes ao que previa o DL 41403. As acções próprias passaram, no entanto, a estar abrangidas na proibição consagrada no artigo 19° de aquisição de acções pelas instituições de crédito. Para além disso, apesar de se manter a redacção que era dada pelo DL 41403 ao artigo 20°, o DL 42641 passou a dispor de um preceito novo, o artigo 21°, que

---

<sup>3</sup> Diário do Governo, I Série, n° 301. Este diploma foi expressamente revogado com a entrada em vigor do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras ou RGICSF, aprovado pelo Decreto-Lei n° 298/92, de 31 de Dezembro, com as alterações introduzidas pelo DL n° 246/95, de 14 de Setembro, pelo Decreto-Lei n° 232/96, de 5 de Dezembro, pelo Decreto-Lei n° 222/99, de 22 de Julho, pelo Decreto-Lei n° 250/00, de 13 de Outubro, pelo Decreto-Lei n° 285/2001, de 3 de Novembro, pelo Decreto-Lei n° 201/2002, de 26 de Setembro, pelo Decreto-Lei n° 319/2002, de 28 de Dezembro, e pelo Decreto-Lei n° 252/2003, de 17 de Outubro.

<sup>4</sup> Este diploma foi expressamente revogado com a entrada em vigor do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras ou RGICSF, aprovado pelo Decreto-Lei n° 298/92, de 31 de Dezembro, com as alterações introduzidas pelo DL n° 246/95, de 14 de Setembro, pelo Decreto-Lei n° 232/96, de 5 de Dezembro, pelo Decreto-Lei n° 222/99, de 22 de Julho, pelo Decreto-Lei n° 250/00, de 13 de Outubro, pelo Decreto-Lei n° 285/2001, de 3 de Novembro, pelo Decreto-Lei n° 201/2002, de 26 de Setembro, pelo Decreto-Lei n° 319/2002, de 28 de Dezembro, e pelo Decreto-Lei n° 252/2003, de 17 de Outubro.

<sup>5</sup> Diário do Governo, I Série, n° 261. Este diploma foi revogado nos mesmos termos do DL 41403 (cfr. nota 4).

permitia às instituições de crédito a tomada firme das emissões de títulos do Estado e de obrigações por ele garantidas desde que não fosse ultrapassada, em cada emissão, a importância do seu capital social e dos fundos de reserva. O artigo 68º, tal como acontecia no DL 41403, previa os limites aplicáveis para a participação nas operações de tomada firme, quando levadas a cabo por bancos comerciais.

O Decreto-Lei nº 45296, de 8 de Outubro de 1963<sup>6</sup> (“**DL 45296**”) também relativo à reorganização do sistema de crédito e da estrutura bancária mas já no âmbito das províncias ultramarinas, regulava o exercício das funções de crédito e a prática dos demais actos inerentes à actividade bancária nas províncias ultramarinas. O seu artigo 62º permitia “*aos bancos comerciais nas províncias ultramarinas tomar firme a emissão de acções e obrigações de outras instituições de crédito ou de empresas de qualquer natureza a fim de serem colocadas mediante subscrição pública nas mesmas províncias*”, e o artigo seguinte, na senda do que acontecia já com o DL 41403 e com o DL 42641, traçava os limites aplicáveis a essa permissão legal.

De salientar, por último, a introdução com este diploma, do prazo de dezoito meses, a contar da data de cada subscrição, para a alienação da totalidade dos valores subscritos, nos casos em que esta subscrição lhes estivesse vedada, ou para a redução para os limites fixados que lhes fossem aplicáveis.

Os dois últimos diplomas a que faremos referência sucederam-se cronológica e juridicamente: o Decreto-Lei nº 371/78, de 30 de Novembro (“**DL 371**”) e o Decreto-Lei nº 23/87, de 30 de Novembro (“**DL 23/87**”).

O preâmbulo do DL 371/78 dispunha que “[a]s emissões de acções e obrigações constituem (...) formas de financiamento que importa incentivar (...). Quando essas emissões se destinam a ser colocadas no público, forçoso se torna que, por parte das entidades oficiais, se verifique uma intervenção activa no sentido de serem defendidos determinados interesses desse mesmo público (...)”. A finalidade subjacente a este diploma era a de fixação das regras aplicáveis às emissões de acções e obrigações e às ofertas de compra, venda ou troca<sup>7</sup>.

A este propósito, o artigo 2º distinguia os conceitos de subscrição pública e particular, enquanto o artigo 3º esclarecia quais os critérios de qualificação da oferta pública de títulos ou valores mobiliários (recurso a meios publicitários, falta de identificação dos destinatários).

---

<sup>6</sup> Diário do Governo, I Série, nº 236.

<sup>7</sup> Neste sentido, AGUIAR, Conceição - “Sobre a Perda da Qualidade de Sociedade Aberta”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 30, 2008, pág. 79 a 90 (81).

Não obstante a relevância das normas mencionadas, essencial será, neste ponto, centrar as atenções nos artigos 1º e 10º do DL 371/78. Estas normas impunham a sujeição das emissões de acções destinadas a subscrição pública, das emissões de obrigações e das ofertas públicas de compra, venda ou troca de valores mobiliários a uma autorização do Ministro das Finanças e do Plano<sup>8</sup>, o qual poderia “*exigir como condição da autorização, no caso de a subscrição não se encontrar assegurada, (...) que a emissão de acções ou obrigações destinadas à subscrição pública [fosse] tomada firme pelo sistema financeiro português*”<sup>9</sup>. O nº 2 do artigo 1º acrescentava que “[n]os casos de tomada firme, deverão os títulos manter-se em carteira das entidades tomadoras até serem por elas colocadas no mercado”.

O DL 371/78, sobre emissão de acções e obrigações e ofertas públicas de valores mobiliários, viria a ser revogado pelo DL 23/87<sup>10</sup>, que estabelecia novos preceitos sobre a oferta de valores mobiliários, substituindo, em geral, as disposições anteriores.

Este diploma sujeitava as ofertas à subscrição pública e particular e as ofertas públicas de transacção - cujos conceitos eram definidos no artigo 3º - a autorização do Ministro das Finanças, a conceder mediante despacho. Já no que respeitava, em concreto, à tomada firme, o artigo 7º previa a possibilidade de ser exigido, como condição da referida autorização, que as ofertas fossem “*tomadas firmes por entidades do sistema financeiro português*”.

## 2.2. Código do Mercado de Valores Mobiliários

Até à entrada em vigor do CVM, o CºMVM determinava a distinção entre o mercado primário e o mercado secundário, regulados, respectivamente, nos Títulos II e III. O mercado primário era também denominado mercado de emissão, pelo facto de os valores mobiliários ainda não se encontrarem emitidos e se destinarem à subscrição dos investidores<sup>11</sup>, tendo, por isso, duas finalidades: a emissão de valores mobiliários e a sua distribuição pelos investidores<sup>12</sup>. O mercado secundário, por seu lado, destinava-se às aquisições deriva-

---

<sup>8</sup> Cfr. prómio e alíneas a), b) e c) do nº 1 do artigo 1º, do DL 371/78.

<sup>9</sup> Artigo 10º/1 do DL 371/78.

<sup>10</sup> O DL 23/87 foi, por sua vez, expressamente revogado pelo CºMVM. Cfr. artigo 24º do preâmbulo do Decreto-Lei nº 142-A/91, de 10 de Abril.

<sup>11</sup> Para uma análise mais extensa da subscrição de valores mobiliários na vigência do CºMVM, em especial quanto à figura da tomada firme, v. BARROSO, Helena C. Tapp, *Subscrição de acções através de intermediários financeiros, o caso especial da tomada firme*, Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídico-Comerciais apresentada na Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, dactilografada, 1994.

<sup>12</sup> FERREIRA, Amadeu José - *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, AAFDL, 1997, pág. 265.

das, ou seja, às transmissões subsequentes dos valores mobiliários já emitidos e em circulação.<sup>13</sup>

No âmbito da distinção entre mercado primário e secundário em Espanha, pronunciou-se VEGA PÉREZ<sup>14</sup>, esclarecendo que “*La LMV*<sup>15</sup> (...) *revela que el mercado primário o de emisión que afecta a la creación de valores negociables y la adquisición originaria de los mismos por el público inversor - normalmente a través de oferta pública – es un mercado basicamente privado, un mercado en el que predomina el principio de libertad del emisor en la creación y colocación del producto que pretende transferir a los hipotéticos inversores (...)*”<sup>16</sup>.

O C°MVM distinguia, por um lado, as modalidades de subscrição (previstas na Secção II, nos artigos 115° e ss.) e, por outro, as modalidades de colocação (reguladas na Secção III, nos artigos 124° e ss.), em termos que, não obstante a clareza da letra da lei - porque assente em diferentes perspectivas do processo de emissão, como adiante explicamos - suscitavam, com frequência, interpretações divergentes da doutrina, no momento da sua harmonização.

Nos termos do artigo 115° do C°MVM, a subscrição de valores mobiliários podia ser, por um lado, pública ou particular e, por outro, directa ou indirecta. O artigo 124° do C°MVM dispunha, ainda, que a colocação dos valores mobiliários poderia ser feita directamente pela entidade emitente ou através de intermediários financeiros autorizados.

A dialéctica entre a subscrição (directa e indirecta) e a colocação (directa e indirecta) dependia da perspectiva das actuações dos vários intervenientes no processo de emissão de valores mobiliários, na medida em que a subscrição caracterizava o ponto de vista dos destinatários da oferta, enquanto a colocação era a do oferente<sup>17</sup>, com ou sem intervenção de intermediário financeiro.

---

<sup>13</sup> PIRES, José Maria, *Elucidário de Direito Bancário*, Coimbra, Coimbra Editora, 2002, pág. 831 e *Direito Bancário*, 2º vol. [As operações bancárias], Editora Rei dos Livros, 1995, pág. 387.

<sup>14</sup> VEGA PÉREZ, Félix – “Intervención Bancaria en la emisión y colocación de valores negociables”, *Instituciones del mercado financiero [Operaciones bancarias de gestión III]*, La Ley, 1999, pág. 1199 a 1231.

<sup>15</sup> O autor refere-se à Ley del Mercado de Valores, Ley 24/1988, de 28 de julio.

<sup>16</sup> No mesmo sentido, ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, Carmen - *El contrato de colocación bancario en el mercado de valores*, 2004, pág. 171. A autora afirma que “[e]l mercado primario, es concebido como aquel mercado privado de distribución en el que se produce la adquisición originaria de valores negociables en favor de los requirentes de nueva financiación mediante órdenes de suscripción”.

<sup>17</sup> Sem prejuízo de o fazermos novamente, mais adiante, deixamos aqui a seguinte nota: iremos utilizar diversas vezes, ao longo do texto, o conceito de oferente. Com o intuito de evitar a confusão de conceitos, a qualidade de oferente ficará reservada à parte (pessoa física ou jurídica) que celebra o contrato de colocação com o intermediário financeiro, ou seja, quer à entidade emitente quer ao alienante. Assim será, mesmo no caso da tomada firme, em que a oferta ao público, propriamente dita, é, em rigor, feita pelo intermediário financeiro, donde poderia resultar a qualificação deste último, no caso particular da tomada firme, como sendo o oferente dos valores mobiliários.

### 2.2.1. Subscrição pública e particular

De acordo com o n.º 1 do artigo 116.º do C.ºMVM, existia subscrição pública de valores mobiliários quando a oferta dos mesmos fosse feita (i) a um número indeterminado de pessoas; (ii) a um número determinado de pessoas não previamente identificadas ou (iii) por qualquer forma de comercialização pública, encontrando-se este conceito clarificado no n.º 2 do mesmo artigo, pela indicação dos casos em que se verificava o preenchimento desse mesmo conceito<sup>18</sup>. O n.º 3 acrescentava dois casos em que se considerava existir subscrição pública, terminando o n.º 4 com uma enumeração das exceções ao regime previsto nos números anteriores, sendo qualificada como subscrição particular a subscrição prevista nas correspondentes alíneas.

De acordo com os critérios estabelecidos neste preceito, poder-se-ia concluir que a qualificação como pública de determinada subscrição poderia resultar quer da indeterminação dos destinatários quer do carácter público da comercialização dos valores mobiliários.

O artigo 117.º consagrava, por exclusão, a definição de subscrição particular ao considerar como tal toda a subscrição não qualificada como pública nos termos do artigo 116.º.

### 2.2.2. Subscrição [e colocação] directa e indirecta

Já no que respeita à distinção entre subscrição directa e indirecta, o n.º 1 do artigo 118.º do C.ºMVM estabelecia o seguinte: “[a] subscrição diz-se directa quando a oferta da emissão aos investidores a que se destina é feita directamente pela própria entidade emitente, com ou sem o apoio, ou a garantia total ou parcial de colocação, de intermediários autorizados; diz-se indirecta, quando a emissão é subscrita por um ou mais intermediários financeiros, com a obrigação de a oferecerem aos investidores a que se destina, nos termos e condições estabelecidos em contrato para o efeito celebrado com a entidade emitente”.

Analisando o processo de emissão de valores mobiliários na perspectiva dos destinatários da oferta, devem ser consideradas as duas formas de subscrição mencionadas, o que significa que os investidores podem subscrever os valores mobiliários de forma directa ou indirecta. Contudo, para perceber o critério de distinção destas duas formas de subscrição torna-se necessária a referência às duas modalidades de colocação e a consequente análise do processo de emissão na perspectiva do emitente dos valores mobiliários.

---

<sup>18</sup> Sendo um dos exemplos o da alínea a) em que se considerava haver subscrição pública quando a oferta de valores fosse feita “[a]través de intermediários financeiros, para colocação junto do público”.

Nesta medida, a lei determinava que a entidade emitente poderia fazer a colocação da emissão junto dos investidores, por si própria ou através de intermediários financeiros autorizados.

Esta segunda opção poderia, por sua vez, assumir várias modalidades, consoante o envolvimento do intermediário financeiro<sup>19</sup>. Este podia intervir de uma de três formas:

- a) tomar firme a emissão, subscrevendo, primeiramente, os valores mobiliários que haveria depois de colocar no público;
- b) garantir a colocação, adquirindo os valores mobiliários que não viessem, a final, a ser subscritos pelos investidores;
- c) desenvolver os melhores esforços para a colocação da emissão, sem se comprometer a subscrever quaisquer valores mobiliários.

A contraposição entre estas três formas de actuação do(s) intermediário(s) financeiro(s) e as duas formas de subscrição de valores mobiliários anteriormente aludidas (subscrição directa e indirecta), resulta na conclusão de que existia subscrição indirecta pelos investidores quando a colocação dos valores mobiliários se processava de acordo com a alínea a), ou seja, quando os valores mobiliários a subscrever pelos investidores já tinham sido subscritos, previamente, pelo intermediário financeiro encarregue da sua colocação.

No contexto da distinção entre a subscrição indirecta e a “*garantie de bonne fin*”, prevista pela legislação francesa, RAÚL VENTURA salienta que “*o carácter indirecto da subscrição resulta do facto da instituição de crédito ficar vinculada a vender as suas acções aos accionistas titulares do direito de preferência; se as instituições de crédito apenas garantem a subscrição das acções sobranes depois de exercido pelos respectivos titulares o direito de preferência, fica afastado todo o mecanismo da subscrição indirecta*”<sup>20</sup>.

Já no caso da subscrição directa estavam em causa valores mobiliários ainda não subscritos e que viriam a ser colocados no público, quer pela entidade emitente quer pelo intermediário financeiro. A subscrição não deixava de ser directa no caso da alínea b), uma vez que a subscrição dos valores mobiliários pelo intermediário financeiro ocorria apenas *a posteriori*, pelo que, no momento da oferta, os investidores teriam a possibilidade de os subscrever directamente.

Acrescente-se que, no caso previsto na alínea c), não se suscitavam quaisquer dúvidas na sua qualificação como subscrição directa, na medida em que não sucedia, em altura

<sup>19</sup> Neste sentido, PIRES, Florbela de Almeida - *Emissão de Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1999, pág. 35.

<sup>20</sup> VENTURA, Raúl, *Alterações do Contrato de Sociedade*, 2ª ed., Coimbra, Almedina, 1996, pág. 231.



alguma do processo, a subscrição dos valores mobiliários por parte do intermediário financeiro.

Concluindo, a subscrição directa ocorria quando a oferta da emissão aos investidores era feita directamente pelo emitente ou, havendo intervenção de um intermediário financeiro, esta se limitava à mera colocação ou a uma colocação garantida. Pelo contrário, a subscrição indirecta implicava um maior envolvimento por parte do intermediário financeiro, que subscrevia previamente os valores mobiliários objecto de colocação.

A regulação da subscrição indirecta era feita com grande detalhe, reflectindo a preocupação do legislador em salvaguardar os direitos dos destinatários da oferta, nomeadamente os direitos de preferência dos accionistas<sup>21</sup>.

Conjugando as várias modalidades de subscrição e de colocação, deve notar-se que o C°MVM determinava a obrigatoriedade de colocação através de intermediário financeiro nas emissões com subscrição pública<sup>22</sup>.

Ainda na vigência do C°MVM, o conceito de emissão era definido como “*o conjunto complexo e dinâmico de actos materiais e jurídicos destinados finalisticamente à criação de valores mobiliários e à sua introdução originária no mercado*”. O processo de emissão<sup>23</sup> de valores mobiliários, destinado à sua criação, abarcava as seguintes fases<sup>24</sup>:

- a) A fase de *criação* dos valores mobiliários em que ocorre a decisão ou deliberação de emissão por parte dos órgãos competentes da entidade emitente;
- b) A fase da exteriorização da oferta, através da *colocação* dos valores mobiliários. Esta é a fase que muitos autores consideram configurar uma proposta contratual<sup>25</sup> dirigida ao público, nas condições determinadas pelo oferente, realizada de acordo com uma das modalidades de colocação *supra* mencionadas;

<sup>21</sup> Cfr. FLORBELA PIRES, *Emissão...*, 1999, pág. 37.

<sup>22</sup> Cfr. n° 2 do artigo 124° do C°MVM.

<sup>23</sup> Em Espanha, CARMEN ROJO considera a emissão como a principal operação do mercado primário. A este propósito, a autora escreve: “[principal] *operación de este mercado primario es la emisión de valores, al ser la actividad económica que produce los objetos que en él se distribuyen y suscriben, y por virtud de la cual, una persona jurídica con capacidad para emitir valores, denominada como emisor, en busca de financiación, apela al aborro del público inversor, de naturaleza institucional, profesional o no experta, al que ofrece la adquisición originaria de un conjunto homogéneo de valores negociables creados conforme a su estatuto jurídico (...)*”, cfr. CARMEN ROJO, *El contrato de colocación...*, 2004, pág. 171.

<sup>24</sup> Da mesma forma, em Espanha, “[la] *emisión de valores supone un complejo proceso que engloba la creación, ofrecimiento, aceptación y colocación de los valores negociables, con la finalidad de financiación del emisor*”, cfr. VEGA PÉREZ, *Intervención...*, 1999, pág. 1210.

<sup>25</sup> No âmbito da divisão esquemática das várias fases do processo de emissão, esta é a posição expressada por FLORBELA PIRES, *Emissão...*, 1999, pág. 38 e ss. e por JOSÉ PIRES, *Direito Bancário...*, 1995, pág. 385 e ss.

- c) A fase de *subscrição* por parte dos destinatários (os investidores), que manifestam a sua aceitação da titularidade dos valores mobiliários objecto da oferta. No seguimento da tese que acima mencionámos, no que respeita à qualificação da colocação de valores mobiliários como tratando-se de uma proposta contratual, a fase de subscrição agora em análise constituiria a aceitação da proposta contratual efectuada pelo oferente (ou pelo intermediário financeiro, consoante o caso) quando da colocação.

### 2.2.2.1. Tomada firme para subscrição indirecta

O enquadramento da tomada firme no contexto do processo de emissão atrás descrito e à luz da distinção entre mercado primário e secundário feita no C°MVM, permite-nos concluir que esta modalidade de emissão se distinguia das restantes pelo facto de a intervenção do intermediário financeiro no processo de emissão ocorrer numa fase anterior àquela em que tipicamente intervinha<sup>26</sup>.

A inversão da “ordem de chegada” do intermediário financeiro ao processo de emissão, no caso da tomada firme (ou subscrição indirecta, consoante o critério utilizado seja o do modo de operação, ou o do resultado dessa actuação, respectivamente) reflectia as particularidades dessa intervenção, na medida em que o intermediário financeiro não se obrigava apenas a oferecer (ou colocar) os valores mobiliários, mas também (e antes disso) a subscrever, ele próprio, esses valores mobiliários.

Nestes termos, a subscrição pelos investidores ocorria de forma indirecta, na medida em que os valores mobiliários objecto da oferta já haviam sido subscritos pelo intermediário financeiro que posteriormente os oferecia, para que fossem adquiridos pelos investidores. Por esse motivo, alguns autores consideram não se tratar de uma verdadeira subscrição mas antes de uma aquisição derivada<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> Neste sentido, FLORBELA PIRES, escrevendo no último ano de vigência do C°MVM: “ (...) o intermediário financeiro pode tomar firme a emissão o que significa que subscreve primeiramente os valores mobiliários, adiantando ao emitente o montante a realizar com a colocação, e só depois procede à colocação dos mesmos junto dos subscritores. É neste caso que se fala de subscrição indirecta designando a aquisição dos valores por parte dos destinatários da emissão”, Cfr. FLORBELA PIRES, *Emissão...*, 1999, pág. 35.

<sup>27</sup> No sentido de que não se trata de uma subscrição mas antes de uma compra, pelos investidores, dos valores mobiliários, v. GOMES, Fátima, “Subscrição Indirecta e Tomada Firme”, *Direito e Justiça*, vol. VIII, Tomo I, 1994, pág. 201 a 292 (245). Em sentido contrário, defendendo a tese que considera a subscrição indirecta por parte dos investidores como uma verdadeira subscrição, FLORBELA PIRES, *Emissão...*, 1999, pág. 36 e ss. A autora serve-se essencialmente de dois argumentos: por um lado, a inserção da tomada firme nas regras do mercado primário ou mercado de emissão e, por outro, a preocupação da lei em assegurar que a subscrição indirecta se faz nos mesmos moldes da subscrição directa.

A divergência quanto à natureza da aquisição pelos investidores como sendo uma aquisição originária (subscrição, que ocorre ao nível do mercado primário) ou derivada (ou compra, que se verifica ao nível do mercado secundário), estava directamente ligada à preocupação com o respeito pelo direito de preferência dos accionistas. Preocupação essa que justifica, inclusivamente, a regulação da subscrição indirecta ao nível do Código das Sociedades Comerciais<sup>28</sup>, na medida em que pretende garantir que, apesar de ocorrer uma subscrição inicial por um intermediário financeiro, o exercício do direito de preferência será assegurado e não é posto em causa pelo facto de se considerar que os investidores (titulares do direito de preferência ou não) só indirectamente subscrevem (ou adquirem) os valores mobiliários objecto da oferta pública.

Na verdade, a lei procura assegurar que na colocação de uma emissão através de tomada firme o investidor se encontra exactamente na mesma posição que estaria se dessa colocação resultasse uma subscrição directa<sup>29</sup>.

Resta, por último, salientar que o C°MVM não previa o contrato de assistência, que passou a ser regulado, de forma autónoma, apenas com a entrada em vigor do CVM<sup>30</sup>. As actividades que hoje caracterizam a figura da assistência<sup>31</sup> estavam dispersas por várias normas do CVM, mas surgiam previstas, essencialmente, pelo conjunto de actividades a exercer pelo intermediário financeiro nos termos do contrato de colocação<sup>32</sup>.

Remetemos aqui para uma referência, breve e meramente exemplificativa, que faremos adiante das denominações usadas pela doutrina, na vigência do C°MVM, para distinguir as várias modalidades de colocação<sup>33</sup>.

Após este breve percurso histórico da tomada firme, pela legislação das últimas décadas, sem prejuízo de eventual referência ao regime anterior, é altura de dedicar a atenção à análise desta figura na perspectiva do regime jurídico actual.

---

<sup>28</sup> Doravante CSC, aprovado pelo Decreto-Lei nº 262/86, de 2 de Setembro.

<sup>29</sup> FÁTIMA GOMES, *Subscrição Indirecta...*, 1994, pág. 245.

<sup>30</sup> Cfr. artigo 337º CVM.

<sup>31</sup> V. *infra* ponto 5 do Capítulo II.

<sup>32</sup> Esta questão será analisada aquando da distinção, nos termos da legislação em vigor, entre assistência e colocação (v. *infra* ponto 1.3 do Capítulo II).

<sup>33</sup> V. *infra* 3.2.2. do Capítulo II. A inserção desta questão no ponto para o qual remetemos deve-se ao facto de considerarmos mais oportuno referi-la após a discussão das várias modalidades de colocação.

## Capítulo II: Colocação de Valores Mobiliários

### 3. Disposições gerais

Retomando o que dissemos acerca da inserção sistemática, a tomada firme encontra-se prevista e regulada no artigo 339º do CVM do Título VI, relativo ao regime geral da Intermediação, cuja amplitude impõe algum pormenor de análise.

A tomada firme faz parte da secção relativa à assistência e colocação inserida nos contratos de intermediação, cuja regulação se estende por todo o Capítulo II do Título VI do CVM. Deste modo, a tomada firme será analisada na perspectiva quer das disposições relativas à intermediação, quer dos próprios contratos de intermediação e, em especial, nos termos das especificidades da assistência e colocação.

### 4. Intermediação obrigatória

A disciplina da assistência e colocação assenta no cruzamento do regime de intermediação com o das ofertas públicas<sup>34</sup>. O artigo 113º estabelece o princípio de intermediação obrigatória no caso das ofertas públicas em que seja exigível um prospecto<sup>35</sup>. O enunciado legal prevê, assim, que, no que respeita às ofertas públicas de distribuição<sup>36</sup>, a inter-

---

<sup>34</sup> LEITÃO, Luís M. T. de Menezes, “Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol II, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, pág. 129 a 156.

<sup>35</sup> O artigo 134º parte da regra geral de que “qualquer oferta pública relativa a valores mobiliários deve ser precedida de divulgação de um prospecto”, prosseguindo, no seu nº 2, com a enumeração da excepções a esse princípio. O regime aplicável ao prospecto está consagrado no essencial nas Secções II e V do Título III do CVM (Ofertas Públicas), remetendo-se, quando aplicável, para o Regulamento (CE) nº 809/2004, da Comissão, de 29 de Abril, que se propôs complementar os princípios estabelecidos pela Directiva 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro de 2003, “no que se refere à informação a incluir nos prospectos, ao formato e aos aspectos da publicação, à informação a inserir mediante remissão num prospecto, bem como a divulgação dos anúncios publicitários” (Considerando 1 do (CE) nº 809/2004, da Comissão, de 29 de Abril). A propósito das questões suscitadas nesta matéria, v. ALVES, António Manuel da Rocha – *Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro pelo Conteúdo do Prospecto de Oferta Pública de Subscrição*, Dissertação de Mestrado na área de Ciências Jurídicas, dactilografada, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa, 2002 e PINA, Carlos Costa – *Dever de informação e responsabilidade pelo prospecto no mercado primário de valores mobiliários*, Coimbra, Coimbra Editora, 1999.

<sup>36</sup> A lei é clara no que respeita ao âmbito de aplicação às ofertas públicas de distribuição em geral, ou seja, quer às ofertas públicas de subscrição (OPS) quer às ofertas públicas de venda (OPV). Esta conclusão retira-se não apenas do normativo que fixa o princípio de intermediação obrigatória, artigo 113º, mas também da própria descrição do regime dos vários tipos de contratos de colocação (artigos 338º a 340º).

venção do intermediário financeiro<sup>37</sup> deve caracterizar-se pela prestação, pelo menos, dos serviços de assistência e colocação.

A lei impede, desta forma, que se estabeleça uma relação directa entre o oferente dos valores mobiliários (ou a entidade emitente) e os seus destinatários, salvo se o próprio oferente for, ele próprio, um intermediário financeiro autorizado que assuma o exercício das funções de intermediário financeiro responsável pela assistência e colocação no contexto da oferta relevante, casos em que ocorre uma necessária coincidência entre as duas posições.

Uma das razões para a imposição legal da intervenção de um intermediário financeiro no âmbito das ofertas públicas<sup>38</sup> está também na base da distinção entre ofertas públicas<sup>39</sup> e particulares<sup>40</sup> e tem que ver com a (in)determinação e qualificação dos investidores, destinatários da oferta. Nesta medida, considera-se que, ao contrário das ofertas dirigidas a investidores qualificados, que são sempre havidas como ofertas particulares, as ofertas públicas são caracterizadas, essencialmente, pela indeterminação dos seus destinatários e pela exigência de uma maior complexidade do regime aplicável.

Porquanto, este tipo de operações exige a interferência de uma entidade com qualificação e experiência profissional<sup>41</sup>, capaz de corresponder ao elevado grau de responsabilidade necessário para cumprir com todas as exigências legais<sup>42</sup>. O efeito e apelo à poupança pública<sup>43</sup> que caracteriza as ofertas públicas de distribuição e a procura de uma maior efi-

---

<sup>37</sup> Quanto à definição de intermediário financeiro e à análise deste como interveniente no contrato de tomada firme, v. *infra* 8.2., Capítulo III.

<sup>38</sup> A realização de oferta pública sem a intervenção do intermediário financeiro, quando esta seja obrigatória constitui contra-ordenação grave, nos termos do artigo 393º, nº 3, alínea a) do CVM.

<sup>39</sup> Nos termos do artigo 109º do CVM “[considera-se] pública a oferta relativa a valores mobiliários dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados (...) [e] também (...): a) a oferta dirigida à generalidade dos accionistas de sociedade aberta, ainda que o respectivo capital social esteja representado por acções nominativas; b) a oferta que, no todo ou em parte, seja precedida ou acompanhada de prospecção ou de recolha de intenções de investimento junto de destinatários indeterminados ou de promoção publicitária; c) a oferta dirigida a, pelo menos, 100 pessoas que sejam investidores não qualificados com residência ou estabelecimento em Portugal”. De notar que a indeterminação dos destinatários da oferta, critério nuclear da atribuição do carácter público ao conceito de oferta, não fica prejudicada pela circunstância de esta se realizar através de comunicações padronizadas, ainda que endereçadas a destinatários individualmente identificados, cfr. JOSÉ PIRES, *Elucidário...*, 2002, pág. 827.

<sup>40</sup> O artigo 110º do CVM dispõe que “[são] sempre havidas como particulares: a) As ofertas relativas a valores mobiliários dirigidas apenas a investidores qualificados; b) As ofertas de subscrição dirigidas por sociedades com o capital fechado ao investimento do público à generalidade dos seus accionistas, fora do caso previsto na alínea b) do n.º 3 do artigo anterior (...)”.

<sup>41</sup> “Este contrato de colocación viene marcado por la necesaria presencia de una entidad habilitada. En efecto, la realización de la actividad de colocación de valores requiere de habilitación legal para ser llevada a cabo”, QUINTÁNS EIRAS, Maria Rocío – “Las Relaciones de Intermediación en la Colocación de Valores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1999, pág. 197 a 246 (205).

<sup>42</sup> GOMES, Fátima - “Contratos de Intermediação Financeira [sumário alargado]”, *Estudos dedicados ao Prof. Doutor Mário Júlio Brito de Almeida Costa*, Universidade Católica Editora, 2002, pág. 569.

<sup>43</sup> PINA, Carlos Costa, *Instituições e Mercados Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2005, pág. 351.

ciência do mercado<sup>44</sup> são duas das razões que permitem fundamentar a obrigatoriedade de intermediação nas ofertas públicas.

O regime a aplicar no caso das ofertas públicas é mais complexo e exigente do que o conjunto de regras aplicáveis às ofertas particulares. A disciplina das ofertas públicas obedece a determinados princípios orientadores que vão desde a já referida intermediação obrigatória<sup>45</sup>, até à igualdade de tratamento dos destinatários<sup>46</sup>, a sujeição a aprovação de prospecto pela CMVM<sup>47</sup> e o cumprimento das disposições relativas a informação e publicidade.

Diversamente, as “*emissões particulares não requerem tantos cuidados*” já que pelo “*número restrito ou a qualidade especial dos destinatários da oferta não suscitam preocupações que imponham o desenvolvimento da supervisão*”<sup>48 49</sup>.

Apesar das diferenças de regime entre as ofertas públicas e particulares, e do facto de a intermediação obrigatória ter o cunho do carácter público da oferta, também no âmbito das ofertas particulares podem ser celebrados contratos de assistência e colocação<sup>50</sup>.

Atento o escopo do presente estudo, cingiremos a nossa análise ao regime das ofertas públicas de distribuição de acções, deixando de fora quer a celebração de contratos de assistência e colocação em sede de ofertas particulares, quer a disciplina desta matéria no quadro das ofertas públicas de aquisição.

## 5. Da assistência e colocação: distinção das figuras

No elenco de actividades de intermediação previsto no Título VI do CVM, incluem-se os *serviços de investimento* e os *serviços auxiliares*, bem como as actividades de publicidade, de promoção e de prospecção das referidas actividades de intermediação<sup>51</sup>.

---

<sup>44</sup> MARTINS, José Pedro Fazenda - “Deveres dos intermediários financeiros, em especial, os deveres para com os clientes o mercado”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 7, Abril de 2000, pág. 347.

<sup>45</sup> Artigo 113º CVM.

<sup>46</sup> Artigo 112º CVM.

<sup>47</sup> Artigo 114º e ss. do CVM.

<sup>48</sup> PIRES, Florbela de Almeida, *Emissão...*, Lisboa, Lex, 1999, pág. 33.

<sup>49</sup> No mesmo sentido, PAULO CÂMARA escreve que a “contraposição entre emissões públicas e particulares constitui um ponto central do direito mobiliário: apenas as primeiras se consideram, em bom rigor, dentro do seu núcleo, sendo rodeadas de exigências informativas e administrativas mais apertadas em função do virtual maior distanciamento dos seus destinatários em relação à entidade emitente”, cfr. CÂMARA, Paulo - “A Oferta de Valores Mobiliários realizada através da Internet”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 1, 1997, 13 a 51 (29).

<sup>50</sup> De referir que, segundo RUI PINTO DUARTE, podemos daqui retirar que o elenco de contratos de intermediação previsto pelo CVM não é taxativo, não forma um *numerus clausus*, cfr. DUARTE, Rui Pinto, “Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 7, Abril de 2000, pág. 373.

Neste contexto, a assistência e colocação são qualificadas, respectivamente, como serviço auxiliar e serviço de investimento em valores mobiliários<sup>52</sup>, realizados através da celebração de contratos de intermediação que ocorrem na fase inicial ou preliminar de uma oferta pública de distribuição.

O artigo 337º do CVM determina que a assistência inclui a prestação dos serviços necessários à *preparação, lançamento e execução da oferta*, consistindo, “(...) nomeadamente, em actividades de protecção dos legítimos interesses dos seus clientes no cumprimento dos deveres de informação”<sup>53</sup>. Recai sobre o intermediário financeiro a obrigação de elaborar o prospecto e o anúncio de lançamento, preparar e apresentar o pedido de aprovação do prospecto à CMVM e proceder ao apuramento das declarações de aceitação (excepto no casos em que este apuramento deva ser feito em sessão especial de mercado regulamentado<sup>54</sup>).

A actuação do intermediário financeiro no âmbito de um determinado contrato de assistência inclui, ainda, o aconselhamento do cliente quanto aos termos da oferta, nomeadamente no que se refere ao calendário e ao preço (artigo 337º, nº3). A prestação deste serviço tem consequências ao nível da responsabilidade pelo prospecto, nos termos da alínea g) do nº 1 do artigo 149º<sup>55</sup>.

As actividades até agora mencionadas e que, actualmente, circunscrevem a actuação do intermediário financeiro no âmbito do contrato de assistência à oferta, eram actividades que estavam, em geral, incluídas na disciplina da colocação de valores mobiliários, uma vez que o serviço de assistência não vinha previsto autonomamente no CºMVM.

Quanto à colocação de valores mobiliários, esta diz respeito à intervenção do intermediário financeiro para a distribuição em sentido próprio dos valores mobiliários objecto da oferta. O conceito de colocação pode ser analisado segundo duas perspectivas: (i) como forma de distribuição de valores mobiliários pelo público e (ii) como o resultado concreto da actividade de distribuição.

---

<sup>51</sup> Desta forma, procura-se acautelar que a protecção dos investidores e do mercado se verifique logo em momento anterior ao da conclusão dos contratos de intermediação. Cfr. nº 16 do preâmbulo do CVM.

<sup>52</sup> O CVM determina, no seu artigo 290º, nº1, alínea d) que “[a] colocação de valores mobiliários em ofertas públicas de distribuição constitui (...) um serviço de investimento em valores mobiliários” e autonomiza a actividade de assistência, por sua vez qualificada como serviço auxiliar, no artigo 291º alínea e), dos serviços de investimento em valores mobiliários (prevista e regulada pelo artigo 337º). Também neste sentido, em Espanha: “(...) se habilita a las empresas de inversión para prestar «servicios de inversión con carácter profesional a terceros» (art. 62), y entre estos servicios se menciona expresamente «la colocación de las emisiones y ofertas públicas de ventas»”, QUINTÁNS EIRAS, *Las Relaciones...*, 1999, pág. 205.

<sup>53</sup> JOSÉ PIRES, *Elucidário...*, 2002, pág. 829.

<sup>54</sup> Artigos 337º e 127º, nº1, b) do CVM.

<sup>55</sup> Assim, CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2009, pág. 447.



No primeiro caso, a colocação configura um serviço de investimento, a exercer exclusivamente por um intermediário financeiro, que compreende um conjunto de actividades de promoção da distribuição dos valores mobiliários, permitindo fazê-los chegar aos potenciais investidores e de recepção da sua adesão à oferta<sup>56</sup>.

A segunda perspectiva apresenta a colocação como sendo o resultado da subscrição dos valores mobiliários, a obtenção de declarações de aceitação por parte dos investidores a quem se destina a oferta, concretizando, assim, os objectivos a que se propôs a entidade emitente e as obrigações a cumprir pelo intermediário financeiro, ao abrigo das disposições do contrato a celebrar entre este e aquela<sup>57</sup>.

Na vigência do C°MVM, o conjunto de actividades a exercer pelo intermediário financeiro nos termos do contrato de colocação era distribuído em três grupos. O primeiro dizia respeito às “*obrigações relativas à preparação da emissão*”, o segundo referia-se às “*obrigações referentes à colocação propriamente dita*” e o terceiro compreendia as “*outras obrigações*”<sup>58</sup>.

A esta menção não é alheio o propósito de aproveitar o esquema referido para clarificar quais as actividades que, no âmbito do antigo C°MVM, caracterizavam o serviço de colocação, concluindo que, no actual CVM, se destacou uma parte dessa estrutura (o primeiro grupo, de um modo geral), agrupando as respectivas actividades num instituto autónomo denominado *assistência*, regulado no artigo 337° do CVM. A autonomia que foi dada a esta figura é tal que a assistência, qualificada como serviço auxiliar, pode ser exercida por um intermediário financeiro distinto do intermediário financeiro responsável pela colocação<sup>59</sup>.

Conclui-se que, sendo qualificadas, respectivamente, como serviço de investimento e serviço auxiliar de serviços de investimento, a colocação e a assistência em oferta pública de distribuição de valores mobiliários são actividades de intermediação financeira, nos termos do nº1 do artigo 289° do CVM, cujo exercício profissional cabe, exclusivamente, a intermediários financeiros autorizados.

---

<sup>56</sup> AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 324.

<sup>57</sup> Neste sentido, HELENA BARROSO, *Subscrição...*, 1994, pág. 119 a 123.

<sup>58</sup> AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 322 e ss.

<sup>59</sup> “O contrato de colocação pode ser celebrado com intermediário financeiro diferente daquele que presta os serviços de assistência na oferta”, nº 2 do artigo 338°.

## 5.1. As modalidades de colocação de valores mobiliários

Concretizada uma primeira distinção entre assistência e colocação e ainda a um nível preliminar do estudo do contrato de colocação com tomada firme, afigura-se essencial proceder à distinção entre as várias modalidades<sup>60</sup> de colocação, empregando, como critério de distinção, o conteúdo da prestação do intermediário financeiro<sup>61</sup> e procurando identificar as particularidades subjacentes ao seu regime.

Para este efeito será, por vezes, feita referência ao regime do antigo CºMVM e aos autores que, na sua vigência, se pronunciaram nestas matérias, uma vez que se encontram perspectivas díspares no que respeita à qualificação das várias formas de colocação.

### 5.1.1. Colocação Simples

A colocação *stricto sensu* de valores mobiliários ou colocação simples está prevista e regulada no artigo 338º do CVM que dispõe que, através do contrato de colocação, o intermediário financeiro se obriga a desenvolver os melhores esforços em ordem à distribuição dos valores mobiliários que são objecto de oferta pública, incluindo a recepção das ordens de subscrição ou de aquisição (nº 1).

Trata-se de uma obrigação de diligência, na qual o intermediário financeiro se limita a pôr os seus meios materiais e humanos à disposição da entidade oferente<sup>62</sup>. Os valores mobiliários são colocados sem que se assegure o resultado da oferta, ou seja, sem que advenha qualquer responsabilidade, para o intermediário financeiro, pelo eventual insucesso da operação, desde que este tenha cumprido todos os deveres a que está vinculado. O risco da colocação não é assumido pelo intermediário financeiro, já que não há qualquer obrigação (de garantia) quanto à aquisição dos valores mobiliários não subscritos<sup>63</sup>.

Na vigência do CºMVM, afirmava-se o seguinte: “[o] intermediário *financeiro pode limitar-se a preparar a operação e a publicitar a mesma junto dos seus clientes, não assumindo a obrigação de subscrever quaisquer valores, é o caso do chamado regime de melhores esforços*”<sup>64</sup>.

---

<sup>60</sup> Na vigência do antigo CºMVM existiam apenas duas modalidades de colocação, a *colocação directa* e *indirecta* (v. *supra* 1.2.2. do Capítulo I). Estas três formas ou modos de colocação eram qualificadas como tipos de contratos de colocação, cfr. AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 321. Relativamente à questão da tipicidade destes contratos e, em especial, à qualificação jurídica da tomada firme, v. *infra* Capítulo IV.

<sup>61</sup> FÁTIMA GOMES, *Subscrição...*, 1994, pág. 226.

<sup>62</sup> FÁTIMA GOMES, *Subscrição...*, 1994, pág. 224.

<sup>63</sup> AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 322.

<sup>64</sup> FLORBELA PIRES, *Emissão...*, 1999, pág. 35.

Em Espanha, a colocação (simples) é considerada “*una actividad donde su función no queda supeditada al hecho de que su realización tenga éxito por haberse realizado contratos de suscripción o compra de los valores emitidos y ofertados, sino al hecho de desarrollar el mandato de promover la colocación de forma diligente y profesional desde la búsqueda de contactos con los inversores*”<sup>65</sup>.

Já no direito francês, a colocação simples é qualificada como um dos “*méthodes de placement*”, definido da seguinte forma:

“*Pour le placement des actions, les banques prêtent parfois simplement leurs guichets, en sollicitant leur clientèle, mais sans souscrire personnellement (placement pour compte)*”.

Por último, de referir que, no ordenamento jurídico norte-americano, a colocação simples é denominada “*best efforts underwriting*”, tratando-se de uma das “*distribution techniques*”, através das quais os valores mobiliários são distribuídos.

LOSS e SELIGMAN<sup>66</sup> referem-se brevemente a esta modalidade, afirmando tratar-se de uma técnica através da qual as empresas “*customarily distribute their securities through firms that merely undertake to use their best efforts*”. Acrescentam que a sua utilização ocorre, de forma paradoxal, tanto no casos das empresas que não têm estabilidade ou capacidade financeira para recorrer às modalidades de colocação que assegurem o êxito da oferta (garantia de colocação ou tomada firme), como nos casos das empresas mais estáveis, que, por essa razão, conseguem distribuir os valores mobiliários sem terem de recorrer ao “*underwriting commitment*” conseguindo, assim, diminuir os custos da operação<sup>67</sup>.

### 5.1.2. Garantia de colocação

Para além de desenvolver os melhores esforços com vista à colocação da emissão - obrigação comum a todas as modalidades de colocação<sup>68</sup> - o intermediário financeiro pode, ainda, comprometer-se a subscrever uma dada percentagem (garantia parcial) ou a totalidade (garantia total) dos valores mobiliários que não tenham sido subscritos pelo público no decurso do período da oferta, assumindo, assim, uma dupla obrigação<sup>69</sup>.

---

<sup>65</sup> CARMEN ROJO, *El contrato...*, 2004, pág. 191.

<sup>66</sup> LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel - *Fundamentals of Securities Regulation*, 4<sup>th</sup> ed., New York, Aspen Law & Business, 2001, pág. 63 a 83.

<sup>67</sup> LOSS e SELIGMAN, *Fundamentals...*, 2001, pág. 74 e 75.

<sup>68</sup> Esta afirmação tem repercussões importantes no que respeita à qualificação da colocação como tipo e à recondução a este dos vários subtipos de contratos de colocação, v. *infra* ponto 12, Capítulo IV.

<sup>69</sup> A segunda obrigação assumida pelo intermediário financeiro nesta modalidade de colocação é, por princípio, de objecto indeterminado, uma vez que no momento de celebração do contrato, não se sabe ainda qual a quantidade de valores mobiliários a subscrever ou adquirir, já que esta quantidade só é determinada no final do período previsto para a subscrição ou aquisição da oferta. Neste sentido, CARMEN ROJO, *El Contra-*

A garantia de colocação, segunda modalidade de colocação de valores mobiliários, está regulada da seguinte forma no artigo 340º do CVM:

*“No contrato de colocação o intermediário financeiro pode também obrigar-se a adquirir, no todo ou em parte, para si ou para outrem, os valores mobiliários que não tenham sido subscritos ou adquiridos pelos destinatários da oferta.”*

No direito francês, esta modalidade é considerada um dos (*supra* mencionados) “*méthodes de placement*” através do qual “*(...) le banques (...) garantissent le succès de l’émission dans un délai déterminé, et par conséquent, s’engagent à souscrire elles-mêmes les titres qui ne seront pas placés dans le public (placement garanti)*”<sup>70</sup>.

No direito espanhol, encontramos menção feita a esta modalidade no contexto da definição de entidades colocadoras, em que se qualificam como tal as entidades que “*mediante «con compromiso de aseguramiento» (...) cuando hubiese un compromiso en cuanto al éxito de la colocación, al garantizar la prestadora de la función colocadora por sí que se efectuará la totalidad o parte de la suscripción o compra de los valores emitidos u ofertados mediante la adquisición por cuenta propia del sobrante de los valores o colocados entre el público (...)*”<sup>71</sup>.

Parte da doutrina espanhola e norte-americana considera a garantia de colocação como uma obrigação que vem normalmente clausulada no contrato de colocação<sup>72</sup>, não lhe sendo atribuída autonomia contratual<sup>73</sup>. No entanto, no direito espanhol, esta autonomia verifica-se quando a garantia de colocação (“*aseguramiento*”) é assumida por uma entidade diferente da entidade responsável pela colocação dos valores mobiliários. Se não for este o

---

to..., 2004, pág. 295, escreve que “*(...) se denota que esta prestación aseguradora posee un carácter aleatorio en su realización, al quedar el cumplimiento de la obligación aseguradora dependiente de que los valores objeto de la emisión u O.P.V.s., no resultasen colocados entre el público inversor, y de tal forma, vinculada al devenir de un acontecimiento incierto*”.

<sup>70</sup> RIPERT, G. e ROBLOT, R. – *Traité de Droit Commercial*, Tome 2, 16ª ed., Paris, L.G.D.J., 2002, pág. 515.

<sup>71</sup> CARMEN ROJO, *El Contrato...*, 2004, pág. 191.

<sup>72</sup> Quanto ao direito norte-americano, “[s]ome contracts provide an option to the dealer to underwrite the remainder once a prescribed level of sales is met(...)”, LOSS e SELIGMAN, 2001, pág. 75. Já no que respeita ao direito espanhol salientamos o seguinte: “*(...) queda integrada en el contrato de colocación (...)*”, CARMEN ROJO, *El Contrato...*, 2004, pág. 294.

<sup>73</sup> Seguindo esta tese, QUINTÁNS EIRAS, *Las Relaciones de...*, 1999, pág. 226: “*(...) aseguramientos que van unidos a contratos de colocación (...) es preciso aclarar que el llamado «aseguramiento» es un pacto que se integra en el contrato de colocación y no un tipo contractual distinto e independiente del mismo*”. Em sentido divergente, há quem considere existir um “*contrato de aseguramiento de OPVs y emisiones de valores*”, cfr. CACHÓN BLANCO, José Enrique – *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas de venta de valores*, Madrid, Dykinson, 1996, pág. 13 e 152.

Este autor considera “*(...) el aseguramiento de valores como relación jurídica independiente de la colocación (...)*”, seguindo, desta forma, em termos semelhantes aos que caracterizam o nosso sistema jurídico, no qual a garantia de colocação é, em geral, considerada um contrato autónomo, com características próprias, não obstante ser reconduzível a uma categoria (intermediação) e a um tipo (colocação). O autor acrescenta “*(...) se pueden distinguir al menos dos modalidades de aseguramiento: el aseguramiento en firme y el aseguramiento de garantía (...)*”. A propósito da classificação e qualificação dos contratos de colocação no direito português, v. Capítulo IV *infra*.

caso, ou seja, se estas actividades forem levadas a cabo pela mesma entidade, a obrigação de aquisição dos valores mobiliários remanescentes fica integrada no contrato de colocação<sup>74</sup>.

Esta aquisição pelo intermediário financeiro só se verifica no final do período de distribuição (normalmente no último dia do prazo definido para a oferta) e apenas quanto aos valores mobiliários remanescentes<sup>75</sup>.

O “*intermediário financeiro assume o risco de colocação da emissão, na parte em que assumiu a obrigação de a garantir*”<sup>76</sup>, podendo esta obrigação ser contraída pelo intermediário financeiro de forma total ou parcial por referência aos valores mobiliários objecto da oferta relevante e individualmente ou em conjunto com outros intermediários financeiros<sup>77</sup>. Se obrigação abranger a totalidade dos valores mobiliários remanescentes (garantia total), não será aplicável o regime da subscrição incompleta<sup>78</sup>.

Concentremo-nos, por momentos, no regime da subscrição incompleta de acções. Este regime enquadra-se no âmbito do apuramento das subscrições ou aquisições efectuadas e ocorre quando se verifica que os investidores não adquiriram a totalidade das acções objecto da oferta. Por outras palavras, verifica-se que há subscrição incompleta da oferta quando o número de declarações de aceitação dirigidas pelos investidores aos intermediários financeiros, responsáveis pela colocação, foi inferior à quantidade de acções oferecida<sup>79</sup>.

Este regime encontra a sua sede legal no artigo 161º do CVM e nos artigos 280º e 457º do CSC (o artigo 280º insere-se no âmbito da constituição com apelo a subscrição pública e o artigo 457º disciplina a subscrição incompleta no aumento de capital).

Quanto ao CVM, a *distribuição incompleta*<sup>80</sup> vem regulada no contexto das ofertas públicas de distribuição<sup>81</sup>, no artigo 161º, que estabelece que, se “*a quantidade total dos valores mobiliários que são objecto das declarações de aceitação for inferior à quantidade dos que foram oferecidos, a*

<sup>74</sup> CARMEN ROJO, *El Contrato...*, 2004, pág. 294.

<sup>75</sup> Ao contrário do que acontece com a tomada firme, que se distingue desta figura quer quanto ao objecto da obrigação quer quanto ao *timing* de actuação do intermediário financeiro (v. *infra*).

<sup>76</sup> AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 327.

<sup>77</sup> O que ocorrerá em caso de ser celebrado um contrato de consórcio de colocação: v. *infra* 1.1.3., Capítulo III.

<sup>78</sup> AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 327.

<sup>79</sup> Por oposição à subscrição excedentária, que ocorre quando, do apuramento das subscrições ou aquisições, resulta um número superior à quantidade de acções oferecidas, cfr. AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 311 e ss.

<sup>80</sup> Conceito mais abrangente do que a noção de subscrição incompleta, uma vez que aquela consagra, em simultâneo, o regime da subscrição e da aquisição incompletas. Remetemos para o ponto 6, Capítulo III *infra*, onde procedemos a uma análise da oferta pública de distribuição como categoria que engloba as ofertas públicas de subscrição e de venda.

<sup>81</sup> Mais concretamente nas “Disposições gerais” do Capítulo II (Ofertas públicas de distribuição) do Título III (Ofertas públicas).

*oferta é eficaz em relação aos valores mobiliários efectivamente distribuídos, salvo se o contrário resultar de disposição legal ou dos termos da oferta*”. Nestes termos, podemos afirmar que o princípio consagrado neste diploma é o da eficácia da oferta, em caso de distribuição incompleta.

O CSC consagra, quanto às acções, uma regra supletiva que configura um regime especial em relação ao previsto no CVM, na medida em que, a *“ocorrer subscrição incompleta de acções, a emissão fica de princípio sem efeito, quer em constituição da sociedade por apelo à subscrição pública, quer em aumento de capital”*<sup>82</sup>. Vejamos, de perto, as características deste regime de acordo com as várias modalidades de ofertas públicas de distribuição.

Quanto à constituição da sociedade com apelo a subscrição pública<sup>83</sup>, o CSC estabelece que os promotores devem requerer o cancelamento do registo provisório e publicar um anúncio através do qual os subscritores sejam informados de que devem levantar as suas entradas. Esta regra só será afastada se o programa da oferta de acções à subscrição pública *“especificar que, no caso de subscrição incompleta, é facultado à assembleia constitutiva deliberar a constituição da sociedade, contanto que tenham sido subscritos pelo menos três quartos das acções destinadas ao público”*<sup>84</sup>.

Tratando-se de subscrição incompleta de um aumento de capital<sup>85</sup>, a deliberação da assembleia ou do conselho fica sem efeito, salvo se tiver sido previsto que, nesse caso, o aumento fica limitado às subscrições recolhidas. Ficando a deliberação sem efeito, o n.º 3 do artigo 457.º do CSC impõe que o órgão de administração, nos quinze dias seguintes ao encerramento da subscrição, avise os subscritores e restitua imediatamente as importâncias recebidas, nos mesmos termos da subscrição incompleta na constituição com apelo a subscrição pública<sup>86</sup>.

A finalidade da referência ao regime da subscrição ou distribuição incompleta prende-se com o facto de, como foi mencionado, o seu regime não ser aplicável quando o êxito da oferta dos valores mobiliários se encontra totalmente assegurado. Assim sendo, não há subscrição incompleta quando, apesar do número de declarações de aceitação dos investidores ser inferior à quantidade de acções oferecidas, tiver sido celebrado, entre o oferente e

---

<sup>82</sup> CÂMARA, Paulo - “Emissão e Subscrição de Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1997, pág. 201 a 241 (215).

<sup>83</sup> Artigo 280.º CSC.

<sup>84</sup> Cfr. n.º 3 do artigo 280.º do CSC.

<sup>85</sup> Artigo 457.º CSC.

<sup>86</sup> No mesmo sentido, no direito norte-americano: *“best efforts underwritings may be on an «all or none» basis (...) if the full number of shares registered are not sold in the required time, all funds received from the purchasers are to be refunded”*, cfr. LOSS e SELIGMAN, *Fundamentals...*, 2001, pág. 75, nota 9.

o intermediário financeiro, um contrato de garantia de colocação<sup>87</sup> - que se caracteriza pela efectiva subscrição ou aquisição por parte deste último, dos valores mobiliários que ficaram por subscrever - ou um contrato de colocação com tomada firme, nos termos *infra* desenvolvidos.

Na verdade, a preocupação de minorar (na garantia de colocação parcial) ou até excluir (na garantia de colocação total e na tomada firme) o risco de uma distribuição incompleta, com as consequências legais acima descritas, constitui um dos fundamentos da celebração de contratos de colocação em que o intermediário financeiro se compromete não apenas a desenvolver os melhores esforços mas também a assegurar a colocação, ele próprio, através da aquisição posterior (garantia de colocação) ou anterior (tomada firme) ao período de subscrição pelos investidores.

No entanto, a existência de um contrato de garantia de colocação não arreda, em definitivo, a hipótese de distribuição incompleta. Se a garantia for parcial, o número de valores mobiliários que o(s) intermediário(s) financeiro(s) se compromete(m) a subscrever poderá ser inferior ao total de valores mobiliários remanescentes, cobrindo somente uma parte deles, proporcionando apenas uma diminuição (e não uma exclusão total) do risco acima aludido. Nestes casos, se a intenção do oferente for diferente das regras supletivas, este deverá prever qual o regime aplicável à distribuição incompleta.

Corroborando o que afirmámos antes, o seguinte trecho descreve a relação entre o regime da distribuição incompleta e da garantia de colocação, em Espanha:

*“(...) la realización de tal actividad puede resultar incompleta, por lo que se impedirá de tal forma, el cumplimiento de los objetivos de financiación o de difusión establecidos con la cotización en los mercados secundarios (...). Como consecuencia de lo anterior, surge el aseguramiento de la colocación (underwriting), dirigido a conseguir reducir o eliminar los riesgos inherentes de la colocación, al desplazarlos hacia unas entidades que al prestar tal función, asumen el compromiso de garantizar el resultado económico de la colocación de la emisión u O.P.Vs., desde la obligación de adquirir por cuenta propia y al precio fijado por el emisor u oferente (precio de aseguramiento) los valores que el público inversor no hubiese apropiado durante el periodo de adquisición de la emisión u O.P.Vs., y que impiden cubrir de tal forma el número total de los que constituyen la oferta pública o parte de éstos”<sup>88</sup>.*

Após a análise da disciplina da distribuição incompleta, há um último aspecto que gostaríamos de salientar a propósito desta modalidade de colocação e que respeita à possi-

---

<sup>87</sup> Note-se que esta situação ocorre apenas nos casos em que a garantia de colocação é total, independentemente de a obrigação recair apenas num intermediário financeiro ou em vários intermediários financeiros, em consórcio.

<sup>88</sup> CARMEN ROJO, *El Contrato...*, 2004, pág. 293.

bilidade do(s) intermediário(s) financeiro(s) adquirir(em) os valores mobiliários objecto da oferta “*para si ou para outrem*”. Um dos exemplos que podemos usar para clarificar a que género de situações se destina esta partícula do regime é o da cláusula de nomeação<sup>89</sup>.

O direito de nomeação conferido por esta cláusula, nos termos acordados pelas partes, pode ser livre e arbitrário, não estando, por isso, sujeito a quaisquer limites, ou pode estar condicionado a determinadas características, eventos ou pressupostos<sup>90</sup>. Tal pode ocorrer, por exemplo, se o direito de nomeação estiver restringido em função das qualidades ou do perfil do nomeado, como será o caso do intermediário financeiro subscrever ou adquirir os valores mobiliários objecto da oferta para investidores qualificados<sup>91</sup>.

Regressando à caracterização da garantia de colocação, recorde-se o que dispõe o artigo 340º do CVM nesta matéria: “[No] *contrato de colocação o intermediário financeiro pode também obrigar-se a adquirir, no todo ou em parte, para si ou para outrem, os valores mobiliários que não tenham sido subscritos ou adquiridos pelos destinatários da oferta*”.

Podemos sumarizar o que atrás foi dito, quanto a esta modalidade de colocação, partindo da análise das várias partes em que este preceito pode ser decomposto:

- ... “*o intermediário financeiro pode também obrigar-se a adquirir*”: este excerto reflecte a dupla obrigação assumida na garantia de colocação, na qual se soma à actividade característica da colocação (simples) a obrigação de aquisição dos valores mobiliários objecto da oferta;
- ... “*no todo ou em parte*”: mencionámos que a garantia pode ser parcial ou total, analisando as consequências da opção por uma ou outra situação no que respeita à diminuição ou exclusão do risco<sup>92</sup>;
- ... “*para si ou para outrem*”: a referência feita a este propósito ateve-se à consideração da possibilidade de inserção no contrato de, por exemplo, uma cláusula para pessoa a nomear;

---

<sup>89</sup> “Contrato para pessoa a nomear é o contrato que contém uma cláusula (de reserva de nomeação) que confere a uma das partes (ou a ambas separadamente) o direito potestativo de nomear outra pessoa que assumirá a sua posição contratual”, cfr. ALMEIDA, Carlos Ferreira de – *Contratos II*, Coimbra, Almedina, 2007, pág. 60 e ss. Acerca do contrato para pessoa a nomear, v., ainda, TELLES, Inocêncio Galvão – *Manual dos Contratos em Geral*, 4ª ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2002, pág. 436 a 439 e LEITÃO, Luís M. T. de Menezes – *Direito das Obrigações*, vol., I, 5ª ed., Coimbra, Almedina, 2006, pág. 271 a 273.

<sup>90</sup> Neste sentido, FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II*, 2007, pág. 60.

<sup>91</sup> A propósito do conceito de investidores qualificados, v. *infra* 8.3., Capítulo III.

<sup>92</sup> Deixámos por resolver a questão da garantia poder ser assumida individualmente, por um só intermediário financeiro, ou em conjunto, pelo consórcio. Remetemos para o ponto 8.2.3. do Capítulo II *infra*, onde a questão será brevemente tratada.



... “os valores mobiliários que não tenham sido subscritos ou adquiridos pelos destinatários da oferta”: quanto a este ponto, fizemos menção à indeterminação do objecto do contrato de garantia de colocação, na sequência do modo como se calcula a quantidade de valores mobiliários a subscrever ou adquirir que, por sua vez, resulta da quantidade de valores mobiliários remanescentes.

### 5.1.3. Tomada Firme

A terceira modalidade de colocação de valores mobiliários<sup>93</sup> está prevista no artigo 339º do CVM:

*“Pelo contrato de tomada firme o intermediário financeiro adquire os valores mobiliários que são objecto de oferta pública de distribuição e obriga-se a colocá-los por sua conta e risco nos termos e nos prazos acordados com o emitente ou o alienante.”.*

Tal como sucede no caso da colocação com garantia, também a tomada firme implica uma dupla actuação do intermediário financeiro que adquire os valores mobiliários objecto da oferta e se obriga a oferecê-los aos investidores. No entanto, contrariamente ao que acontece na garantia de colocação, na tomada firme, a aquisição pelo intermediário financeiro surge antes da fase de exteriorização da oferta, ocorrendo previamente à colocação desses valores no público e já não no final do período da oferta.

Escolhemos com cuidado a terminologia utilizada na descrição da tomada firme, pelo seguinte motivo: a actuação do intermediário financeiro no âmbito de um contrato de tomada firme é, geralmente, caracterizada pela doutrina como uma dupla vinculação, através da qual esse intermediário *se obriga*, em primeiro lugar, a adquirir<sup>94</sup> para si os valores mobiliários objecto da emissão ou venda e, em segundo lugar, a colocar junto do público esses valores por si subscritos<sup>95</sup>.

Pela nossa parte, consideramos inexacta esta forma de caracterizar a actuação do intermediário financeiro, na medida em que este não assume duas obrigações mas apenas uma: a obrigação de colocação. A aquisição dos valores mobiliários, anterior à sua oferta ao

---

<sup>93</sup> A apresentação das três modalidades de colocação não respeita a ordem pela qual as mesmas aparecem reguladas no CVM (artigo 338º colocação; artigo 339º tomada firme; artigo 340º garantia de colocação) já que segue o critério da “intensidade” das obrigações a que se vincula o intermediário financeiro, cujo grau mais elevado se identifica, precisamente, na tomada firme.

<sup>94</sup> PAULO CÂMARA considera tratar-se de uma “*obrigação de aquisição imediata*”, cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, 2009, pág. 445. Esta adjectivação, apesar de permanecer no seio da qualificação como obrigação, reflecte a preocupação com o facto de esta aquisição só fazer sentido no momento da celebração do contrato.

<sup>95</sup> Neste sentido mas na vigência do CVM, AMADEU FERREIRA, 1997, pág. 328.

público, não configura uma obrigação do intermediário financeiro mas antes um pressuposto ou um elemento próprio do contrato de tomada firme. Neste sentido, o n.º 1 do artigo 339.º estabelece que, através da celebração do contrato de colocação, o intermediário financeiro “*adquire os valores mobiliários*” e “*obriga-se a colocá-los*”, e não que esse intermediário se obriga quer a adquirir quer a colocar.

Esta posição não é irrelevante nem representa um mero preciosismo terminológico. Pelo contrário, tem repercussões fundamentais, quer na qualificação jurídica do contrato em análise, quer nas consequências que daí advêm no que respeita à conformação dos direitos e deveres das partes e à sua constituição na esfera jurídica dos respectivos titulares.

Na verdade, de acordo com a perspectiva e qualificação propostas, afigura-se imperativo concluir que o contrato de tomada firme é um contrato real quanto à constituição<sup>96</sup>, uma vez que a aquisição<sup>97</sup> efectiva, plena, ou seja, a transmissão da titularidade dos valores mobiliários para o intermediário financeiro, é elemento essencial para que o contrato seja validamente celebrado e produza efeitos<sup>98</sup>.

Concluída esta primeira enunciação das várias modalidades de colocação previstas pelo CVM, dedicaremos o Capítulo III deste estudo a uma análise mais detalhada das várias questões que se levantam em consequência da singularidade da tomada firme.

No entanto, ainda no seguimento desta tópica descrição, consideramos interessante e oportuno deixar uma breve nota acerca das várias “denominações” que, ao longo das últimas décadas, foram atribuídas aos institutos que, actualmente, a lei designa como *colocação* (simples), *garantia de colocação* e *tomada firme*.

Recuando ao período de vigência do C<sup>o</sup>MVM, transcrevemos um excerto que exemplifica a correspondência das nomenclaturas utilizadas:

*“Ao proceder à emissão de títulos de dívida ou de acções, podem certas entidades não ter aptidão ou capacidade para a respectiva colocação junto do público a que se destina.*

*Em tais circunstâncias, vai sendo habitual aquelas entidades socorrerem-se dos serviços do seu banco para uma das seguintes modalidades de prestação:*

---

<sup>96</sup> “Contratos reais quanto à constituição são aqueles em que a tradição de uma coisa se insere no seu processo de formação”, cfr. ALMEIDA, Carlos Ferreira de - Contratos I, 3ª ed., Coimbra, Almedina, 2005. O autor acrescenta que “(...) a tradição consiste na entrega, ou colocação à disposição, por um dos contraentes, de uma coisa que é objecto do contrato, ou que a representa (...)”. Sobre este assunto, v., ainda, CORDEIRO, António Menezes – *Tratado de Direito Civil Português*, Tomo I, 2ª ed., Coimbra, Almedina, 2000, pág. 313 a 316.

<sup>97</sup> Aquisição que pode resultar da subscrição (aquisição originária) dos valores mobiliários, se no âmbito de uma OPS, ou da compra (aquisição derivada) dos mesmos, se ocorrer no contexto de uma OPV.

<sup>98</sup> GALVÃO TELLES, *Manual...*, 2002, pág. 464.

- *simples venda através dos seus balcões, onde os títulos serão publicitados e vendidos, por um preço indicado pelo emitente e mediante pagamento de determinada taxa de colocação;*
- *para venda, nos balcões, dos títulos de determinada emissão, a certo preço, com o compromisso de o banco comprar todos os títulos que o público não venha a adquirir;*
- *ou, ainda, para que o banco compre toda a emissão podendo, depois, proceder à revenda.*

*No primeiro caso, diz-se que o banco procede à colocação da emissão; no segundo caso, diz-se que o banco toma firme a emissão; no terceiro caso, diz-se que o banco procede à compra firme da emissão”<sup>99</sup>.*

A partir da identificação destes conceitos, cujos traços gerais de conteúdo se mantêm sem que exista correspondência nominativa, melhor se apreende o pensamento de FÁTIMA GOMES quando, igualmente na vigência do C°MVM, afirmava que a figura tradicionalmente qualificada como tomada firme tenha passado a ser a garantia de colocação, esclarecendo que esse facto levantava (como ainda levanta) a dificuldade de identificar a que realidade se referiam os autores e à necessidade de determinar se a tomada firme continuaria a ser uma garantia de êxito na colocação<sup>100</sup>.

A resposta à questão nuclear aqui suscitada deve partir de premissas *supra* analisadas e que aqui cabe recuperar. Quando tratámos do regime da distribuição incompleta, fizemos menção ao facto de a intervenção dos intermediários financeiros, na colocação de valores mobiliários, permitir minorar (na garantia parcial) ou excluir (no caso da garantia de colocação total e da tomada firme) o risco de subscrição incompleta. Daqui se retira que, quer a garantia de colocação, quer a tomada firme, são serviços de investimento que permitem assegurar ao oferente o êxito da oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

Desta forma, a harmonização entre a disciplina actual destas figuras e o anterior regime às mesmas aplicável deve ser feita atendendo ao conteúdos das prestações dos intervenientes nos contratos de colocação.

Apesar de, ao procedemos à análise das modalidades de colocação, termos já antecipado alguns dos pontos em que a tomada firme se distingue da garantia de colocação, esta distinção resultará mais clara à medida que avançarmos no estudo da instituto da tomada firme.

Rematamos o presente Capítulo com uma citação relativa às vantagens do recurso à tomada firme através da qual pretendemos estabelecer a ligação com os próximos pontos

---

<sup>99</sup> MATIAS, Armindo Saraiva - *Direito Bancário*, Coimbra, Coimbra Editora, 1998, pág. 120 e 121. Sublinhados nossos.

<sup>100</sup> FÁTIMA GOMES, *Subscrição...*, 1994, pág. 225 e ss.

deste estudo, ao longo dos quais nos propomos fazer um exame mais aprofundado desta modalidade de colocação:

*“Tal modalidade confere a vantagem ao oferente de ver assegurada à partida a colocação dos valores, ainda que a oferta em si mesma não seja bem sucedida por falta de interesse dos destinatários, caso em que os valores permanecerão na titularidade do tomador firme.”*<sup>101</sup>

---

<sup>101</sup> Cfr. COSTA PINA, *Instituições...*, 2005, pág. 352.

## Capítulo III: Contrato de Tomada Firme

---

Depois de uma abordagem, em traços gerais, dos institutos que se cruzam com a figura central deste estudo, passamos agora ao exame mais detalhado do contrato de tomada firme. Para este efeito, analisaremos os vários elementos do contrato, partindo do seu objecto e seguindo para uma análise dos seus intervenientes.

## 6. Ofertas Públicas de Distribuição

O regime da intermediação obrigatória, previsto no artigo 113º do CVM, determina que, nas ofertas públicas de distribuição, é obrigatória a intervenção de um intermediário financeiro que preste, pelo menos, os serviços de assistência e colocação.

As ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários<sup>102</sup>, pano de fundo da problemática em análise, formam uma categoria<sup>103</sup> que engloba as ofertas públicas de subscrição (“OPS”) e as ofertas públicas de venda (“OPV”), cujo critério de distinção respeita ao próprio objecto da oferta e está relacionado com a finalidade de apelo a uma decisão de investimento que caracteriza as ofertas públicas. Ora, esta decisão de investimento poderá ser uma decisão de subscrição ou uma decisão de compra.

Concretizando, a OPS ocorre nos casos em que se apela a uma decisão de subscrição por parte dos investidores, uma vez que se trata de uma oferta pública que visa a distribuição de valores mobiliários (acções) *ainda não emitidos*. Por outro lado, estaremos perante uma OPV quando a decisão de investimento por parte dos investidores seja uma decisão de compra (aquisição), determinada pelo facto desta oferta ao público ter como objecto valores mobiliários (acções) *já emitidos, em circulação*.

Concentrando-nos na OPS, deve referir-se que esta modalidade é utilizada em duas situações que, apesar de distintas, apresentam traços comuns. Por um lado, pode recorrer-se a uma OPS no âmbito da constituição de uma sociedade, nos termos dos artigos 168º do CVM e 279º a 283º do CSC. Por outro lado, o recurso a uma OPS pode também destinar-se subscrição dos valores mobiliários nos casos em que foi deliberado um aumento de capital na modalidade de novas entradas, previsto e regulado nos artigos 85º e seguintes e 456º e seguintes do CSC.

---

<sup>102</sup> Que estão reguladas no Capítulo II do Título II do CVM.

<sup>103</sup> O CºMVM estabelecia a distinção entre ofertas públicas de subscrição e ofertas públicas de transacção reflectindo a distinção entre mercado primário (valores mobiliários a emitir) e mercado secundário (valores mobiliários emitidos). Neste sentido, PAULO CÂMARA, *Manual...*, 2009, pág. 575.

A distinção que aqui descrevemos entre OPS e OPV, duas modalidades de ofertas públicas de distribuição, tem diversas consequências ao nível dos elementos do contrato de colocação com tomada firme.

Esta distinção reflecte-se, desde logo, na determinação do objecto do contrato, na medida em que, como já referimos, nas OPS's estão em causa valores mobiliários *a emitir*, enquanto nas OPV's estamos perante valores mobiliários *já emitidos*. Em segundo lugar, a distinção tem repercussões quanto aos intervenientes no contrato, uma vez que, a celebração do contrato de colocação com o intermediário financeiro poderá ser levada a cabo pelas seguintes entidades: (i) pelos promotores, nas OPS's para constituição da sociedade, (ii) pelo emitente, nas OPS's para aumento de capital, (iii) pelo alienante nas OPV's.

## 7. Objecto

### 7.1. Acções

Como tivemos já oportunidade de referir, centraremos a nossa análise apenas nas acções como objecto da oferta pública de distribuição.

A distinção efectuada entre OPS's (e respectiva divisão dentro deste tipo) e OPV's, significa que o facto de a intervenção do intermediário financeiro, ao abrigo de um contrato de colocação com tomada firme, ocorrer num ou noutro caso, tem efectivamente repercussões ao nível da génese das acções e, consequentemente, dos direitos que daí advêm.

Com efeito, se estivermos perante uma OPV, as acções estão já emitidas e em circulação, o que significa que os valores mobiliários, bem como os respectivos direitos inerentes, estão já constituídos na esfera do seu titular.

Já tratando-se de um caso de tomada firme de uma OPS, quer se trate da constituição de uma sociedade com apelo à subscrição pública ou de um aumento de capital, o intermediário financeiro subscreve acções que ainda não foram emitidas. Neste contexto, torna-se necessário aferir o seguinte:

1. Quando surge a participação social e a qualidade de accionista?
2. Qual o momento em que se consideram criadas as acções?
3. Quais os direitos e deveres que integram essas acções e quem é o seu titular?
4. Qual o modo de exercício desses direitos?

Procuraremos, nos pontos que se seguem, responder às questões colocadas. Nesta abordagem inicial, em que procedemos à enunciação de algumas das características das acções como objecto do contrato, anotaremos apenas algumas soluções para as duas primeiras questões suscitadas. Quanto às questões 3 e 4, remetemos para a última parte do presente Capítulo, na qual iremos concentrar-nos no estudo dos direitos e deveres dos intervenientes na tomada firme, em concreto, os direitos e deveres do intermediário financeiro resultantes da titularidade das acções objecto da oferta<sup>104</sup>.

No que respeita às duas primeiras questões, podemos avançar o seguinte:

O artigo 274º do CSC determina que a qualidade de sócio (accionista, nas sociedades anónimas) “*surge com a celebração do contrato de sociedade ou com o aumento de capital, não dependendo da emissão e entrega do título de acção ou, tratando-se de acções escriturais, da inscrição na conta de registo individualizado*”.

Com a consagração deste princípio, a lei declara que a existência da participação social é independente e pode ser anterior ao surgimento da acção como valor mobiliário. Os valores mobiliários<sup>105</sup> consideram-se criados “*no momento em que é materializada a forma de representação, através da emissão dos títulos ou da inscrição em registo*”<sup>106</sup>, pelo que, o processo de emissão desses valores só terminará com a sua representação<sup>107</sup>. A forma de representação assume, por isso, natureza constitutiva da posição jurídica representada<sup>108</sup>, pelo que, antes da sua verificação, a acção como participação social pode ser transmitida nos termos das regras gerais da cessão da posição contratual<sup>109</sup>.

A acção enquanto participação social pode ser definida como o “*conjunto unitário de direitos e obrigações actuais e potenciais do sócio*”. Este conjunto de direitos e deveres, que se constituem na esfera jurídica do intermediário financeiro, na sequência da aquisição das acções

<sup>104</sup> V. *infra* ponto 9 do presente Capítulo.

<sup>105</sup> As questões relacionadas com os valores mobiliários, são tratadas no Título II do actual CVM, estando dispersas pelos três capítulos que o constituem. O Capítulo I contém as disposições gerais, que se estruturam de acordo com a divisão por secções, e respeitam ao direito aplicável (Secção I), à emissão (Secção II), à representação (o Capítulo III), às modalidades (Secção IV), à legitimação (Secção V) e à regulamentação (Secção V). Os restantes dois capítulos do Título II tratam, respectivamente, do regime dos valores mobiliários escriturais (Capítulo II) e dos valores mobiliários titulados (Capítulo III).

<sup>106</sup> Paulo Câmara, *Manual...*, 2009, pág. 311.

<sup>107</sup> MARTINS, Alexandre Soveral – “Valores Mobiliários [Acções]”, *Cadernos do IDET*, n° 1, Coimbra, Almedina, 2003, pág. 29.

<sup>108</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, 2009, pág. 311.

<sup>109</sup> CASTRO, Carlos Osório de – *Valores Mobiliários Conceito e Espécies*, 2ª ed., Porto, Universidade Católica Portuguesa, 1998, pág. 83 e Paulo Câmara, 2009, pág. 311 e 312. OLIVEIRA ASCENSÃO e NUNO TORRES consideram que a transmissão se faz nos termos da cessão de créditos, por ser este o esquema comum que existe na nossa lei para moldar as transmissões que não estejam reguladas, cfr. ASCENSÃO, José de Oliveira – “As acções”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra, Coimbra Editora, 2001, pág. 57 a 90 e Nunos Torres, *Da Transmissão...*, 1999, pág. 92.



através do contrato de tomada firme é, como dissemos, matéria de que nos iremos ocupar adiante<sup>110</sup>.

## 7.2. Preço

Dispõe o n.º 1 do artigo 339.º que a aquisição e a colocação das acções objecto da oferta, pelo intermediário financeiro devem ser feitas “*nos termos (...) acordados com o emitente ou o alienante*”. Deste modo, a convenção entre intermediário financeiro e oferente<sup>111</sup> (emite-nte ou alienante) deverá definir qual (i) o preço de subscrição das acções, ou seja, o preço que o intermediário financeiro deverá pagar pelas acções objecto da oferta, que são por ele adquiridas e (ii) a forma de remuneração do intermediário financeiro pelo serviço que presta.

Ao contrário do que acontece no regime jurídico actualmente em vigor, estes dois tópicos eram tratados com algum detalhe no artigo 119.º do C.ºMVM<sup>112</sup>. Por um lado, a alínea b) do n.º 1 previa que “*a emissão [deveria] ser objecto de oferta pelos intermediários financeiros aos investidores (...) por preço e em condições de pagamento acordados*”. Por outro lado, o n.º 2 do artigo 119.º determinava que a remuneração dos intermediários financeiros pela tomada firme da emissão e por quaisquer outros serviços que os mesmos viessem a prestar com vista à sua preparação e realização, poderia consistir (i) numa *comissão sobre o valor da operação* ou (ii) num *diferencial entre o preço de aquisição dos valores mobiliários à entidade emitente e o respectivo preço de venda aos investidores*.

Quanto ao preço de subscrição das acções, deve atender-se ao disposto no artigo 298.º do CSC, sob a epígrafe “*Valor de emissão das acções*”. O n.º 1 deste preceito prevê que as acções não possam ser emitidas por valor inferior ao seu valor nominal. Não obstante, o n.º

---

<sup>110</sup> V. *infra* ponto 9 do presente Capítulo.

<sup>111</sup> Optámos por definir que o conceito de “*oferente*” engloba quer a entidade emitente quer o alienante dos valores mobiliários. Notamos que é distinta a utilização deste conceito efectuada por PAULO CÂMARA. No entender do autor, quando estivermos perante uma oferta pública de distribuição na qual foi celebrado um contrato de colocação com tomada firme, o “*oferente*” passa a ser o intermediário financeiro: “*quando os valores mobiliários são oferecidos ao público, o intermediário é titular dos mesmos: ele é, portanto, o oferente durante o período da oferta*”, cfr. Paulo Câmara, 2009, pág. 445. Apesar de concordarmos com esta afirmação, deixamos expresso que, com o propósito de evitar confusão, o conceito de oferente que utilizamos respeita à entidade que celebra o contrato de tomada firme com o intermediário financeiro, ou seja, quer o emitente, nas OPS’s, quer o alienante, nas OPV’s. Para nos referirmos ao profissional responsável pela colocação (neste caso, com tomada firme), usamos quer o conceito de intermediário financeiro quer o conceito de tomador firme. A qualidade de oferente ficará, assim, reservada à entidade (pessoa física ou jurídica) que celebra o contrato de tomada firme com o intermediário financeiro e lhe transmite os valores mobiliários objecto da oferta, para que este os coloque nos investidores.

<sup>112</sup> Na vigência do C.ºMVM, v. FÁTIMA GOMES, *Subscrição...*, 1994, pág. 237 e ss.

2, por sua vez, estabelece que o “*disposto no número anterior não impede que no valor de uma emissão de acções sejam descontadas as despesas de colocação firme por uma instituição de crédito ou outra equiparada por lei para esse efeito*”<sup>113</sup>.

Quanto à remuneração do intermediário financeiro, “[é] bom de ver que o banco se remunerará pelos serviços que, assim, presta, conformemente ao grau de risco que a operação lhe acarreta”<sup>114</sup>. Assim, o tipo e o montante de remuneração do intermediário financeiro dependerão da modalidade de colocação escolhida pelo oferente e, consequentemente, do tipo de contrato celebrado entre ambos. Na verdade, a remuneração do tomador firme não só será mais relevante do que na garantia de colocação e na colocação simples, em termos de montante, como terá um feixe de situações a prever, como adiante veremos, espelhando o maior envolvimento do intermediário financeiro na operação em causa, bem como o mais elevado risco que o mesmo assume.

Para além do tipo de remuneração que resulta do “*diferencial*” entre o preço de aquisição e o preço de alienação, pode a mesma efectuar-se através do pagamento de comissões que, por sua vez, variam de acordo com vários factores e nos termos acordados entre as partes. O cálculo da percentagem dessas comissões é, na generalidade dos casos, feito com base no próprio preço de subscrição das acções, podendo, ainda, ter uma vertente fixa ou variável e ser paga *ab initio*<sup>115</sup> ou faseadamente, ao longo da oferta.

Assim, a título meramente enunciativo, e no seguimento do que acima dissemos quando ao feixe de situações a cobrir neste tipo de operação, pode dizer-se que a observação da prática negocial nos mostra que as comissões convencionadas podem variar, por exemplo, em função da actuação de cada intermediário financeiro, do número de intermediários financeiros envolvidos (no caso do consórcio), do momento em que é efectuado o seu pagamento, entre outros factores. Poderemos ter, entre outras, comissões de gestão ou assistência à colocação (*management fee*)<sup>116</sup>, comissões de colocação (*underwriting fee*) ou comissões de incentivo (*incentive fee*)<sup>117</sup>.

---

<sup>113</sup> Chamamos a atenção quer para as referências feitas, quer para nomenclatura utilizada: *colocação firme e instituição de crédito*.

<sup>114</sup> Cfr. ARMINDO MATIAS, *Direito...*, 1998, pág. 121.

<sup>115</sup> Referimo-nos à *upfront fee*, que configura uma comissão pelo risco, na medida em que varia em função do envolvimento e do compromisso assumido pelo intermediário financeiro.

<sup>116</sup> De notar que, havendo consórcio para a colocação, esta comissão caberá, em geral, ao líder do consórcio, que é, normalmente, o intermediário financeiro responsável pela assistência à oferta.

<sup>117</sup> O pagamento das comissões de incentivo está dependente, na maioria das vezes, da discricionariedade do oferente que pode decidir atribuí-la ou não ao intermediário financeiro, de acordo com a sua actuação e diligência.

Apesar deste exemplos de formas de remuneração, que reflectem algumas das ocorrências na prática negocial, a verdade é que a amplitude da fórmula utilizada pela lei nesta matéria, por um lado, permite concluir que as partes gozam de larga margem de liberdade para regularem esta questão em sede contratual e, por outro lado, deixa a necessidade de, por vezes, recorrer ao regime previsto no extenso C<sup>o</sup>MVM.

Uma breve nota respeitante ao facto de a determinação do preço das acções e da remuneração do intermediário financeiro servir para identificar outro dos elementos deste contrato que corresponde à função económico-social do mesmo. A identificação e distinção entre estas duas questões poderá facilitar a compreensão da função de troca<sup>118</sup>, em que temos o preço das acções como base da compra e venda das mesmas e, adicionalmente, uma função de risco, uma vez que a obrigação de colocação da emissão corresponde ao pagamento de uma comissão que é calculada com base no risco assumido por uma das partes.

## **8. Intervenientes**

### **8.1. Oferente dos valores mobiliários**

Concretizando o que havíamos já mencionado, a divisão<sup>119</sup> acima feita das ofertas públicas de distribuição tem consequências no que respeita à entidade interessada na subscrição (entidade emitente) ou alienação (alienante) dos valores mobiliários, que celebra o contrato de colocação com tomada firme com os intermediários financeiros.

#### **8.1.1. Promotores**

Tratando-se de uma OPS no âmbito da constituição de uma sociedade anónima com apelo à subscrição pública, a negociação e a celebração do contrato com os intermediários financeiros é levada a cabo pelos promotores, que assumem a responsabilidade pela oferta. Nos termos dos artigos 279º a 283º do CSC, os promotores deverão seguir determinados passos no processo de constituição da sociedade:

---

<sup>118</sup> Que constitui uma classe da função económico-social, de acordo com FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II*, pág. 129.

<sup>119</sup> Que poderá ser uma bipartição, se considerarmos um critério de distinção mais lato, entre valores mobiliários a emitir ou já emitidos ou pode ser uma tripartição, na medida em que se tenha em linha de conta a subdivisão das OPS's para os casos de constituição da sociedade ou de aumento de capital.

- (i) Subscrição e realização integral das acções cujos valores nominais somem, pelo menos, o capital mínimo de constituição de uma sociedade anónima, ou seja, € 50 000;
- (ii) Elaboração do projecto completo de contrato de sociedade;
- (iii) Requerimento do registo provisório;
- (iv) Elaboração da oferta de acções destinadas à subscrição pública. Será este o momento em que os promotores deverão proceder à celebração dos contratos de assistência e colocação, obrigatórios nos termos do artigo 113º do CVM, ao que se segue o período de colocação das acções representativas do capital social da sociedade em constituição. Tendo os promotores optado pela modalidade de colocação com tomada firme, o intermediário financeiro subscreve, desde logo, as acções que serão depois objecto da oferta ao público por esse intermediário financeiro. Deste modo, o recurso a esta modalidade de colocação permitirá antecipar (e concentrar) as várias etapas que teriam o seu desenvolvimento numa fase posterior e cujo desfecho seria imprevisível, nomeadamente, decorridas todas essas etapas, a deliberação de constituição da sociedade a tomar em assembleia constituinte, pelos promotores em conjunto com todos os subscritores. Com o recurso à tomada firme, não só são ultrapassadas algumas das fases desse processo, como se garante que a sociedade é efectivamente constituída;
- (v) Celebração do contrato de sociedade (que poderá considerar-se simultânea à celebração do contrato de colocação com tomada firme), entrega de documentação e pedido de conversão do registo provisório em registo definitivo.

Adquiridas as acções pelo intermediário financeiro e constituída a sociedade<sup>120</sup>, aquele deverá, durante o período que se seguirá de oferta pública de subscrição, desenvolver os melhores esforços para que as acções sejam colocadas nos investidores.

---

<sup>120</sup> O artigo 5º do CSC determina que as sociedades “*gozam de personalidade jurídica e existem como tais a partir da data do registo definitivo do contrato pelo qual se constituem*”. Para além disso, pelo facto de se tratar de uma OPS para constituição de sociedade não estão em causa direitos de preferência uma vez que há uma subscrição da emissão inicial de acções representativas do capital social da nova sociedade, o que decorre do disposto no artigo 274º do CSC, nos termos do qual a “*qualidade de sócio surge com a celebração do contrato de sociedade (...)*”.

### 8.1.2. Emitente (nas OPS's)

Se estivermos perante um caso de aumento de capital por novas entradas, então a contraparte do intermediário financeiro no contrato de tomada firme será a entidade emitente das acções objecto da oferta. Nesta situação, afigura-se essencial traçar o regime aplicável na determinação da competência para a decisão de criação destes valores mobiliários.

A OPS realizada no âmbito de um aumento de capital resulta de uma alteração ao contrato de sociedade<sup>121</sup>. Desta forma, a competência para a decisão de criação das acções, ou seja, a competência para deliberar o aumento de capital, está sujeita à aplicação quer das regras gerais, previstas no Capítulo III do Título I, quer das regras especiais relativas às sociedades anónimas, previstas no Capítulo IX do Título IV, todos do CSC.

Ora, o artigo 85º do CSC esclarece que a alteração do contrato de sociedade só pode ser deliberada pelos sócios, donde resultaria que seria a assembleia-geral o único órgão competente para a deliberação. No entanto, o mesmo preceito aceita uma excepção à reserva de competência da assembleia-geral, nos casos em que a lei permita atribuir cumulativamente essa competência a algum outro órgão (parte final do nº 1 do artigo 85º). Ora, o próprio CSC, no âmbito das regras aplicáveis às sociedades anónimas, prevê que o “*contrato de sociedade pode autorizar o órgão de administração a aumentar o capital, uma ou mais vezes, por entradas em dinheiro*”<sup>122</sup>, possibilitando o afastamento do regime geral de reserva de competência da assembleia-geral, sem prejuízo de esta manter sempre a sua competência cumulativa.

### 8.1.3. Alienante (nas OPV's)

No que respeita às OPV's, RAÚL VENTURA afirma que “[o] primeiro dos intervenientes é o oferente. Pode ser qualquer pessoa, física ou jurídica, dotada da capacidade e da legitimidade para celebrar contratos de venda dos valores oferecidos”<sup>123</sup>.

Tratando-se de uma “*pessoa jurídica*”, a determinação da disciplina aplicável à competência para a decisão de alienação de acções, depende de essa alienação ter por objecto participações sociais noutra sociedade ou acções próprias do oferente<sup>124</sup>.

---

<sup>121</sup> “Entre os possíveis fundamentos de alterações estatutárias encontramos a modificação do capital social como aquele que, provavelmente, é mais frequente”, cfr. TORRES, Nuno Maria Pinheiro - *Da Transmissão de Participações Sociais Não Tituladas*, Porto, Universidade Católica Portuguesa, 1999, pág. 88.

<sup>122</sup> Cfr. o nº 1 do artigo 456º do CSC.

<sup>123</sup> VENTURA, Raúl – *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, Coimbra, Almedina, reimp., 2003, pág. 322.

No primeiro caso, a deliberação para a alienação das acções de que o oferente seja (um dos) titular(es), enquadra-se no conjunto de matérias de gestão da sociedade, cuja competência lhe é atribuída nos termos dos artigos 405º e 406º do CSC. O nº 3 do artigo 373º do mesmo diploma acrescenta que, quanto a estas matérias, os accionistas só poderão deliberar a pedido do órgão de administração.

Por outro lado, o artigo 320º do CSC esclarece que a decisão de alienação de acções próprias deverá ser tomada em assembleia geral, salvo se a lei impuser que a mesma seja deliberada pelo conselho de administração ou conselho de administração executivo<sup>125</sup>.

#### **8.1.4. Fusão de posições: intermediário financeiro e emitente/alienante**

Por força do princípio de intermediação obrigatória, a lei impede que, nas ofertas públicas de distribuição, a colocação de valores mobiliários seja feita directamente pela própria entidade emitente.

Contudo, as funções correspondentes à assistência e colocação podem ser desempenhadas pelo próprio oferente no caso de este ser um intermediário financeiro autorizado a exercê-las<sup>126</sup>. Afigura-se essencial articular esta disposição do artigo 113º do CVM com os artigos 316º e 317º do CSC, que consagram, por um lado, a proibição de subscrição de acções próprias e, por outro, a restrição a 10% do capital<sup>127</sup> para a admissibilidade de aquisição ou detenção de acções próprias.

Da articulação das premissas acima fixadas podemos equacionar o seguinte: se um determinado intermediário financeiro pretender levar a cabo uma oferta pública de distribuição, podendo ele desempenhar as funções correspondentes à assistência e colocação, desde que esteja legalmente habilitado para o efeito, poderá o mesmo optar por qualquer uma das várias modalidades de colocação? A resposta a esta questão depende, mais uma vez, da modalidade de oferta pública de que falamos.

Deste modo, no âmbito de uma OPS, o intermediário financeiro só poderá desempenhar as funções correspondentes aos serviços de assistência e colocação simples, uma

---

<sup>124</sup> De salientar que o artigo 325º-A do CSC esclarece que as acções de uma sociedade anónima subscritas, adquiridas ou detidas por uma sociedade daquela dependente, directa ou indirectamente são consideradas acções próprias da sociedade dominante (sujeita à lei portuguesa), ainda que a sociedade dependente tenha sede efectiva ou estatutária no estrangeiro.

<sup>125</sup> No caso previsto no nº 2 do artigo 320º do CSC, devem os administradores expor os motivos e condições da operação, na primeira assembleia geral seguinte.

<sup>126</sup> Nos termos do nº 2 do artigo 113º do CVM.

<sup>127</sup> Com as excepções previstas no nº 3 do artigo 316º do CSC.

vez que a garantia de colocação ou a tomada firme implicariam a subscrição de acções próprias, proibida pelo CSC nos termos *supra* mencionados.

Já no que diz respeito às OPV's, o intermediário financeiro pode desempenhar os serviços correspondentes à assistência e às três modalidades de colocação apenas no caso das acções objecto da OPV não ultrapassarem os limiares permitidos pelo n.º 2 do artigo 317.º CSC para aquisição ou detenção de acções próprias, ou seja, o intermediário financeiro oferente poderá, individualmente ou em consórcio<sup>128</sup>, adquirir 10% de acções representativas do seu capital social.

## 8.2. Intermediário Financeiro

Efectuado no capítulo anterior o enquadramento da assistência e colocação<sup>129</sup>, a partir do relato das disposições do CVM nesta matéria concluímos que a colocação de valores mobiliários em ofertas públicas de distribuição, onde se insere a tomada firme, é qualificada, pela alínea d) do n.º 1 do artigo 290.º, como um serviço de investimento em valores mobiliários, enquanto a alínea e) do artigo 291.º define a assistência em ofertas públicas de valores mobiliários como serviço auxiliar dos serviços de investimento. Nos termos das alíneas a) e b) do n.º 1 do artigo 289.º, estes serviços inserem-se nas actividades de intermediação financeira que, de acordo com o n.º 2 do mesmo preceito, só podem ser exercidas, a título profissional, por intermediários financeiros<sup>130</sup>.

Assim sendo, a tomada firme é um serviço de investimento em valores mobiliários que deve ser exercido, a título profissional, exclusivamente por intermediários financeiros. A prestação deste serviço de investimento insere-se no âmbito de uma actividade de intermediação, prosseguida através de um contrato de intermediação<sup>131</sup>.

Em Espanha, releva o conceito de *entidades colocadoras* aplicável aos “*intermediários financieros (...) que llevan a cabo una función de intermediación consistente en «colocar» en el mercado emisiones u OPVs y que por este motivo reciben el calificativo de entidades colocadoras*”<sup>132</sup>. Esta é uma

---

<sup>128</sup> A propósito do contrato de consórcio para assistência e colocação, v. *infra* 8.2.3. do presente Capítulo.

<sup>129</sup> Partimos do princípio que a tomada firme é uma modalidade da colocação, pelo que, consideramos necessária a referência apenas ao tipo, cujas características são partilhadas pelos subtipos.

<sup>130</sup> Este princípio comporta as excepções previstas pelo n.º 3 do mesmo artigo. Acrescente-se, ainda, que o artigo 294.º prevê que os consultores autónomos que actuam numa base individual e profissional, apesar de não serem considerados intermediários financeiros, estão sujeitos ao seu regime.

<sup>131</sup> A própria designação do contrato sugere que uma das partes seja um intermediário financeiro, cfr. FÁTIMA GOMES, *Contratos...*, 2002, pág. 570.

<sup>132</sup> QUNTÁNS EIRAS, *Las Relaciones...*, 1999, pág. 200.

noção com carácter funcional que se refere ao papel que determinados sujeitos de direito adoptam ou assumem numa relação negocial em concreto, denominada contrato de colocação de emissões (OPS's) ou de OPV's<sup>133</sup>.

Neste contexto, afirma-se ainda que a complexidade desta actividade e o facto de serem os intermediários financeiros a assumir os riscos económicos destas operações implica que *“sólo a determinada clase de entidades puedan desarrollarla profesionalmente, con el agravante de que ese grupo de entidades suele, en la práctica, quedar polarizado en torno a un tipo muy concreto: las entidades de crédito”*<sup>134</sup>.

### 8.2.1. O conceito de intermediário financeiro

De acordo com o disposto no n.º 1 do artigo 293º, são intermediários financeiros em valores mobiliários<sup>135</sup>:

- (i) As instituições de crédito e as empresas de investimento<sup>136</sup>;
- (ii) As entidades gestoras de instituições de investimento colectivo<sup>137</sup>;
- (iii) As instituições com funções correspondentes às referidas nas alíneas anteriores que estejam autorizadas a exercer em Portugal qualquer actividade de intermediação financeira.

No que respeita à alínea *a*), a noção de instituições de crédito aparece definida no RGICSF, e a de empresas de investimento<sup>138</sup> surge no CVM<sup>139</sup> e no RGICSF<sup>140</sup>.

As instituições de crédito são definidas, pelo artigo 2º do RGICSF e a enumeração daquelas que são admitidas por este diploma encontram-se no artigo seguinte.

O artigo 4º do RGICSF prevê quais as actividades permitidas às instituições de crédito em geral, distinguindo entre as operações que podem ser exercidas pelos bancos e as que são admitidas às restantes instituições de crédito. Os bancos *“constituem a instituição de*

<sup>133</sup> A autora diz-nos ainda que *“una de las principales funciones de los intermediarios financieros de los mercados de valores es la de mediar en la colocación de emisiones u OPV's”*, cfr. QUNTÁNS EIRAS, *Las Relaciones...*, 1999, pág. 204.

<sup>134</sup> Cfr. nota anterior, pág. 200 e 201.

<sup>135</sup> Para uma análise mais pormenorizada dos vários tipos de intermediários financeiros, v. CARLOS COSTA PINA, *Instituições...*, 2005, pág. 203 e ss.

<sup>136</sup> Autorizadas a exercer actividades de intermediação financeira em Portugal.

<sup>137</sup> Autorizadas a exercer essa actividade em Portugal.

<sup>138</sup> No direito espanhol, consideram-se *“empresas de servicios de inversión”* as entidades financeiras cuja actividade principal consiste na prestação de serviços de investimento, com carácter profissional, a terceiros e realizar as actividades auxiliares (complementares) das mesmas, cfr. VEGA PÉREZ, *Intervención...*, 1999, pág. 1217.

<sup>139</sup> FÁTIMA GOMES, *Contratos...*, 2002, pág. 568.

<sup>140</sup> Cfr. Título X-A, introduzido pelo artigo 3º do Decreto-Lei n.º 232/96, de 31 de Dezembro.



*crédito paradigmática*”<sup>141</sup>, abrangendo um amplo conjunto de operações cujo exercício é permitido<sup>142</sup>.

Atento o objecto de presente estudo, de entre as várias alíneas previstas no n.º 1 do artigo 4.º que, como ficou expresso, enumeram as operações permitidas aos bancos, importa destacar a alínea *f*), que se refere à participação em emissões e colocações de valores mobiliários, bem como, a prestação de serviços correlativos<sup>143</sup>.

As empresas de investimento são igualmente qualificadas pelo CVM como intermediários financeiros, estando enumeradas no n.º 2 do artigo 293.º do CVM. A noção de empresas de investimento está prevista no n.º 4 do artigo 199.º-A<sup>144</sup> da seguinte forma: “*as empresas em cuja actividade habitual se inclua a prestação de um ou mais serviços de investimento a terceiros e ou o exercício de uma ou mais actividades de investimento e que estejam sujeitas aos requisitos previstos na Directiva n.º 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril, com excepção das instituições de crédito e das entidades abrangidas no âmbito da previsão do n.º 1 do artigo 2.º da mesma directiva*”.

### 8.2.2. Regras de actuação dos intermediários financeiros

Uma das vantagens da intervenção dos intermediários financeiros nas operações sobre as quais nos debruçamos resulta do facto de os investidores poderem, assim, beneficiar dos deveres de conduta que são impostos aos intermediários financeiros no exercício das actividades de intermediação<sup>145</sup>.

As normas que disciplinam a actuação dos intermediários financeiros no âmbito das actividades de intermediação encontram-se espalhadas por todo o Título VI (*Intermediação*), mas concentram-se mais na Secção III do Capítulo I (*Disposições gerais*), relativa à *organização e exercício* das actividades de intermediação.

De facto, ao longo desta secção podemos encontrar inúmeros preceitos que se traduzem na regulação do modo de actuação dos intermediários financeiros. Da análise destes preceitos, percebe-se a opção do legislador pela distinção entre princípios e deveres. Esta

<sup>141</sup> CARLOS COSTA PINA, *Instituições...*, 2005, pág. 209 e 211.

<sup>142</sup> Cfr. o n.º 1 do artigo 4.º do RGICSF.

<sup>143</sup> Atenção para o facto de que esta disposição é igualmente aplicável às sociedades financeiras, de acordo com a remissão feita pelo artigo 5.º.

<sup>144</sup> Redacção do Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro.

<sup>145</sup> HELENA BARROSO, *Subscrição...*, 1994, pág. 133.

distinção é confirmada pelo n.º 5 do artigo 304<sup>o146</sup> e permite concluir que os deveres concretizam e reconduzem-se aos princípios que, por sua vez, se caracterizam por serem mais vastos que os deveres<sup>147</sup>.

O artigo 304<sup>o</sup> determina que os intermediários financeiros devem proteger os legítimos interesses dos clientes e a eficiência do mercado, actuando de acordo com os ditames da boa fé (diligência, lealdade e transparência) e com a informação que devem recolher acerca da situação financeira e dos conhecimentos e objectivos de investimento do seu cliente, devendo ainda guardar segredo profissional, elemento essencial da confiança dos investidores<sup>148</sup>.

A concretização destes princípios decorre, como foi dito, da enunciação dos deveres que recaem sobre os intermediários financeiros. A enumeração exaustiva destes deveres não se afigura essencial, atento o escopo do presente estudo, pelo que, nos bastaremos com uma referência breve e exemplificativa de alguns dos que consideramos de maior relevo e que podemos fazer coincidir com algumas das subsecções que fazem parte da Secção III.

Neste sentido, encontramos deveres relativos à organização interna<sup>149</sup>, como o de adopção de políticas e sistemas para reagir a eventuais incumprimentos e para a gestão de riscos, respeitantes à salvaguarda dos bens de clientes<sup>150</sup>, que implicam assegurar o objectivo de segregação patrimonial entre os bens do intermediário financeiro e os bens do cliente ou actuar de acordo com as regras previstas para o registo, depósito e movimentação dos seus bens ou das suas contas, deveres de registo e conservação de documentos<sup>151</sup>, deveres de defesa do mercado<sup>152</sup> e, entre muitos outros, essencialmente os deveres de informação quer perante os clientes, individualmente considerados, quer diante dos mercados, em geral<sup>153</sup>. O desenvolvimento ou a introdução de alguns destes deveres resultam da transposição da DMIF<sup>154</sup>.

---

<sup>146</sup> Este preceito enuncia, expressamente, não apenas que o próprio artigo se refere a princípios mas também que os artigos seguintes constituem deveres: “*Estes princípios e os deveres referidos nos artigos seguintes são aplicáveis (...)*”.

<sup>147</sup> FAZENDA MARTINS, *Deveres...*, 2002, pág. 332.

<sup>148</sup> FÁTIMA GOMES, *Contratos...*, 2002, pág. 573.

<sup>149</sup> Subsecção II.

<sup>150</sup> Subsecção III.

<sup>151</sup> Subsecção IV.

<sup>152</sup> Subsecção VII.

<sup>153</sup> Estes deveres de informação ou relativos a ela ocupam, na prática, praticamente todos os preceitos das restantes subsecções.

<sup>154</sup> Directiva 2004/39/CE do Parlamento e do Conselho de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, que altera as Directivas 85/611/CEE e 93/6/CEE do Conselho e a Directiva 2000/12/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e que revoga a Directiva 93/22/CEE do Conselho.

Passada em revista, embora sumariamente, a disciplina dos princípios e deveres em respeito dos quais devem actuar os intermediários financeiros, há um conjunto relevante de disposições que reflectem igualmente o carácter inovatório das alterações ao CVM, em consequência da transposição da DMIF. O enunciado legal em causa preenche a Secção IV do Capítulo I do mesmo título, relativo à *Intermediação*, e respeita à *categorização dos investidores*, realizada pelo intermediário financeiro, na sequência da recolha de informações acerca do cliente. Remetemos esta análise para o momento em que tratarmos as questões atinentes aos investidores, também parte interveniente neste contrato<sup>155</sup>.

### 8.2.3. Consórcio para assistência ou colocação

Os serviços de assistência e colocação podem ser prestados por mais do que um intermediário financeiro sendo, para o efeito, celebrado um contrato de consórcio<sup>156</sup>. Nos termos do artigo 341º do CVM, este contrato deve ter o acordo do oferente e indicar, expressamente, (i) o chefe do consórcio, (ii) a quantidade de valores mobiliários a colocar por cada intermediário financeiro<sup>157</sup> e (iii) as regras por que se regem as relações entre os membros<sup>158</sup>.

No que respeita ao chefe do consórcio, o nº 2 do artigo 341º determina ser este o responsável pela organização da constituição e estrutura do consórcio e pela representação dos seus membros perante o oferente.

No C°MVM, o artigo 127º previa o seguinte: “*Havendo lugar à constituição de consórcio nos termos do artigo precedente, competirá ao intermediário ou intermediários financeiros incumbidos da respectiva liderança: a) Promover a formação e estruturação do consórcio; b) Representar os consorciados perante a entidade emitente e a CMVM e coordenar a actividade de todos os membros do consórcio na colocação da emissão; c) Prestar todos os serviços e cumprir todas as obrigações que se prevêem no nº 3 do artigo 125º*”.

<sup>155</sup> V. *infra* ponto 8.3. do presente Capítulo.

<sup>156</sup> “*The underwriting syndicate is formally created by a contract among its members, usually called the “agreement among underwriters”, by which they agree to be represented in their negotiations with the issuer either by the managing or lead underwriter or by one, two or three of their members, whom is currently the style to call the “representatives of the underwriters”. The agreement among underwriters typically grants the managing underwriter broad authority over the offering process*”. Cfr. LOSS e SELIGMAN, *Fundamentals...*, 2001, pág. 69.

<sup>157</sup> Esta distribuição poderá ter repercussões ao nível da distribuição incompleta e será uma das formas de, nas ofertas públicas de venda, acautelar o respeito pelo regime das acções próprias, uma vez que permite que, se um dos intermediários financeiros que compõem o consórcio for o próprio oferente, a ele não caiba uma parcela superior ao limite de 10% de acções que a lei permite que adquira.

<sup>158</sup> Cfr. nº 1 do artigo 341º do CVM.

Algumas das actividades que podiam ser levadas a cabo pelo chefe do consórcio eram, por exemplo, estudos de mercado, estudos financeiros, admissão à cotação, definição do preço dos valores, estudo do público-alvo e determinação do calendário da emissão<sup>159</sup>. Essas actividades cabem actualmente, de uma maneira geral, no serviço de assistência, que, por sua vez, continua a ser prestado pelo chefe de consórcio.

Remetemos aqui para o que foi dito *supra* quanto à remuneração do intermediário financeiro, onde afirmámos que uma das comissões que é normalmente paga ao chefe do consórcio é a comissão de gestão ou de assistência à colocação<sup>160</sup>.

Terminamos este ponto com uma afirmação feita ainda na vigência do C°MVM: “[quando] *há lugar à constituição de um sindicato, as obrigações dos intermediários financeiros não se alteram mas torna-se necessário repartir essas responsabilidades pelos intermediários financeiros que integram o consórcio*”<sup>161</sup>.

#### 8.2.4. Vantagens da intervenção de um intermediário financeiro<sup>162</sup>

As vantagens decorrentes do recurso aos contratos de intermediação relacionam-se, desde logo, com determinadas fraquezas sentidas pelas sociedades anónimas e que se devem ao facto de estas estarem, muitas vezes, concentradas em certos pontos do país, faltando-lhes a disseminação geográfica necessária ao sucesso da operação, permitida ou facilitada pelo facto de os intermediários financeiros possuírem uma rede de balcões dispersos geograficamente permitem um contacto mais próximo e mais eficaz com os investidores.

Para além disso, o recurso a intermediários financeiros nas operações de colocação de valores mobiliários justifica-se e impõe-se pelas suas características enquanto entidades com experiência, vocação específica e conhecimentos técnicos especializados, bem como, pelo prestígio e pela confiança que suscitam nos investidores e que permitem consolidar a convicção de que se trata de uma boa decisão de investimento.

Neste sentido, no contexto dos mercados em Espanha:

*“El emisor no cuenta con una preparación técnica ni organización comercial – establecimientos con suficiente diseminación geográfica – para la colocación de los valores que emite entre los presuntos o*

<sup>159</sup> cfr. AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 295.

<sup>160</sup> V. *supra*, ponto 7.2. do presente Capítulo.

<sup>161</sup> AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 321.

<sup>162</sup> Estas vantagens são também as razões justificativas da obrigatoriedade de intermediação nestas operações, às quais foi já feita uma breve referência, cfr. *supra* ponto 4 do Capítulo II.

*hipotéticos inversores. Como los emisores no cuentan con los canales de acceso al mercado, se ven en la necesidad de servirse de los intermediarios financieros, que les prestan este servicio a través de unos instrumentos sumamente variables.”*<sup>163</sup>.

As vantagens resultantes do recurso aos intermediários financeiros podem ser mais ou menos extensas consoante a modalidade desta intervenção e os compromissos assumidos pelos intermediários financeiros perante a entidade emitente. A opção pela colocação com tomada firme configura a modalidade mais intensa e que melhor assegura a concretização dos objectivos do oferente.

Na vigência do C°MVM, podia ler-se o seguinte:

*“A subscrição indirecta visa cumprir duas finalidades essenciais: a facilidade na dispersão dos valores emitidos e o encaixe financeiro imediato. Com efeito, para além da genérica função financiadora, a subscrição indirecta pretende alcançar uma distribuição difusa de valores mobiliários, o que, para o caso particular das acções, adquire manifesta importância como requisito de admissão à cotação destes valores mobiliários”*<sup>164</sup>.

O pagamento integral e imediato, pelo intermediário financeiro ao oferente, do preço de subscrição das acções objecto da oferta é, na verdade, a grande vantagem e o fundamento essencial para a opção pela modalidade de colocação que é a tomada firme. Salva-guarda, desde logo, quer a constituição da sociedade, quer o aumento de capital, quer o êxito da venda das acções que os promotores, o emitente ou o oferente, respectivamente, pretendem ver distribuídas.

### 8.3. Os destinatários da oferta: accionistas e outros investidores

Tal como havia já sido referido aquando da análise dos deveres dos intermediários financeiros, a estes cumpre recolher informação necessária acerca dos seus clientes, de forma a proceder à categorização dos investidores<sup>165</sup>. O regime fixado no CVM, resultado da transposição da DMIF, veio reconhecer a categorização dos investidores de acordo com três classificações possíveis: *investidor não qualificado*, *investidor qualificado* e *contraparte elegível*. A protecção concedida aos investidores, essencialmente ao nível dos deveres de informação,

<sup>163</sup> VEGA PÉREZ, *Intervención...*, 1999, pág. 1218.

<sup>164</sup> PAULO CÂMARA, *Emissão...*, 1997, pág. 219. Em Espanha, QUINTÁNS EIRAS, *Las relaciones...*, 1999, pág. 225: “*el emisor u oferente consigue desplazar los riesgos inherentes a la colocación a las entidades intermediarias, logrando simultáneamente una inmediata disponibilidad de los fondos (...)*”.

<sup>165</sup> A propósito desta questão, v. ROCHA, Rafaela – “Categorização de Investidores no Âmbito da Intermediação Financeira, Apontamentos sobre o Novo Regime”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº27, 2007, pág. 97 a 106.

decrece em função destas categorias, na medida em que implica uma maior protecção para os investidores não qualificados, e uma protecção mínima das contrapartes elegíveis<sup>166</sup>.

Atento o exposto, é permitido ao intermediário financeiro *aumentar* o nível de protecção de um determinado investidor (tratamento como investidor não qualificado ao invés do tratamento que lhe caberia de investidor qualificado), não podendo, no entanto, acontecer o contrário, ou seja, uma *diminuição* do grau de protecção<sup>167</sup>. O CVM permite, no entanto, que os próprios investidores, mediante a verificação de determinados requisitos e obtido o acordo do intermediário financeiro, optem por uma qualificação distinta daquela que lhe seria aplicável em função dos seus conhecimentos e competências. Neste caso, é possível que o resultado dessa opção seja quer menor quer maior protecção<sup>168</sup>.

A análise da situação dos destinatários da oferta como intervenientes no contrato de colocação com tomada firme levanta a questão essencial dos direitos de preferência<sup>169</sup>. O artigo 339º do CVM, relativo à tomada firme, prevê como uma das obrigações do intermediário financeiro o respeito pelos direitos de preferência na subscrição ou na aquisição. O mesmo princípio aparece regulado no artigo 461º do CSC, não de modo expreso, mas antes por remissão para as disposições que o antecedem.

A referência a este preceito não é desprovida de sentido. Tem como finalidade proceder a um paralelismo entre a forma como é regulada a tomada firme no CSC e no CVM.

No CVM recorria-se, indistintamente, aos conceitos de tomada firme e de subscrição indirecta. Apesar de ter sido suprimida do CVM, a noção de subscrição indirecta continua presente no CSC, que mantém esta expressão como epígrafe do artigo 461º, relativo à subscrição de novas acções em aumentos de capital.

A disparidade entre o CVM e o CSC é apenas terminológica e não substantiva, na medida em que se mantém a coerência entre as respectivas disposições. Deste modo, consideramos oportuna a menção e a breve análise da regulação da subscrição indirecta no CSC.

---

<sup>166</sup> Neste sentido, BORGES, Sofia Leite e OLIVEIRA, Catarina Gonçalves de, “A Transposição em Portugal da DMIF e da Directiva da Transparência”, *Actualidad Jurídica Uriá Menéndez*, nº 19, 2008, pág. 35.

<sup>167</sup> De salientar que a violação do dever de respeito das regras sobre categorização de investidores por parte das entidades autorizadas a exercer actividades de intermediação financeira constitui contra-ordenação grave, de acordo com o artigo 397º, nº 4, alínea h) do CVM.

<sup>168</sup> Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro.

<sup>169</sup> A propósito desta matéria, v. ALBUQUERQUE, Pedro de – *Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e nas Sociedades por Quotas*, Coimbra, Almedina, 1993 e VASCONCELOS, Maria João S. Pestana de – “Do Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e por Quotas”, *Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais*, vol. III, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pág. 503 a 558.

O CSC estabelece que o órgão que aprove o aumento de capital<sup>170</sup> pode também deliberar que as novas acções sejam subscritas por uma instituição financeira, a qual assumirá a obrigação de as oferecer aos accionistas ou a terceiros, nas condições estabelecidas entre a sociedade e a instituição e respeitando os artigos precedentes<sup>171</sup>.

A parte final do n.º 1 deste preceito impõe o respeito pelas disposições relativas ao direito de preferência, o que espelha a finalidade essencial da regulação desta figura no CSC que é a de preservar o respeito pelo direito de preferência dos accionistas, apesar de juridicamente alterado<sup>172</sup>, ou seja, esclarece que, apesar de não haver uma subscrição feita pelos accionistas directamente à entidade emitente, não deve haver supressão do seu direito de preferência, garantindo-se o exercício desse mesmo direito<sup>173</sup>.

Na verdade, esta norma prevê um exercício indirecto do direito de preferência<sup>174</sup>, que tem como principal objectivo salvaguardar a aquisição das novas acções pelos accionistas. A subscrição indirecta é, inclusivamente, encarada como uma “transmutação” desse direito<sup>175</sup>, uma vez que este deixa de ser um direito que atribui a prioridade relativamente a terceiros na subscrição, para passar a ser um direito, relativamente a terceiros, na compra ao intermediário financeiro das acções por este subscritas. Esta norma visa acautelar uma alternativa para alcançar o resultado, pretendido pelos accionistas, de aquisição das novas acções, possibilitando não já um direito na *subscrição* mas antes um direito na *aquisição* dessas novas acções<sup>176</sup>.

---

<sup>170</sup> Quanto à questão de saber qual o órgão competente para a deliberação, v. *supra* ponto 3 do Capítulo III, no âmbito da análise dos vários intervenientes no contrato.

<sup>171</sup> Artigo 461.º n.ºs 1 e 2. Para o efeito de dar cumprimento a esta obrigação, o intermediário financeiro deverá seguir o disposto nos artigos 458.º e seguintes do CSC.

<sup>172</sup> VENTURA, Raúl – “Adaptação do direito português à 2ª Directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o Direito das Sociedades”, *Separata do Boletim do Ministério da Justiça*, n.º 3, Lisboa, Documentação e Direito Comparado, 1980, pág. 94.

<sup>173</sup> RAÚL VENTURA, *Alterações...*, 1996, pág. 232.

<sup>174</sup> RAÚL VENTURA, *Adaptação...*, 1980, pág. 93.

<sup>175</sup> Tese defendida por RAÚL VENTURA, *Alterações...*, 1996, pág. 238, em oposição à doutrina que considera tratar-se de um caso de uma limitação ou supressão do direito de preferência, nos termos do artigo 460.º do CSC. “*A este propósito, cumpre salientar que a Segunda Directiva Comunitária sobre direito das sociedades declara, expressamente, no art. 29.º, n.º 7, não haver exclusão do direito de preferência quando as acções forem subscritas por instituições financeiras com o fim de serem oferecidas aos sócios*”, cfr. MARIA JOÃO VASCONCELOS, *Do Direito...*, 2007, pág. 550. No mesmo contexto, RAÚL VENTURA afirma que o artigo 29.º n.º 7 da 2ª Directiva “(...) *tem a manifesta intenção de esclarecer que esse exercício indirecto não deve ser tomado como uma exclusão do direito de preferência (...)*”, cfr. RAÚL VENTURA, *Adaptação...*, 1980, pág. 93.

<sup>176</sup> Neste sentido, SOARES, Maria Ângela C. Bento – “Aumento do Capital”, *Problemas do Direito das Sociedades*, Coimbra, IDET/Almedina, 2002, pág. 253 e RAÚL VENTURA, 1996, pág. 238. “*O negócio que, em cumprimento dessa obrigação, venha a ser celebrado entre o Banco e cada um dos antigos accionistas da sociedade é uma venda de acções, nomeadamente não é uma subscrição de acções por esses accionistas*”, cfr. RAÚL VENTURA, *Adaptação...*, 1980, pág. 94.

Deve procurar-se consolidar esta disposição do CSC com o que prevê o CVM sobre esta temática, nomeadamente, no n.º 3 do artigo 339.º que estabelece uma distinção entre os *direitos de preferência de subscrição* e os *direitos de preferência na aquisição*.

Esta distinção serve o intuito de o legislador se pronunciar acerca da preocupação com o respeito por estes direitos, em ambos os tipos de ofertas públicas de distribuição (nas OPS's e nas OPV's), demonstrando que este respeito deverá estar acautelado como obrigação do intermediário financeiro, quer nas situações em que esses direitos de preferência resultam da própria participação social, quer quando os mesmos resultam de convenção nesse sentido.

Esta matéria revela mais um dos feixes de consequências da distinção entre OPS's e OPV's, já que a obrigação do intermediário financeiro, responsável pela colocação com tomada firme, de respeito pelos direitos de preferência dos accionistas na subscrição de novas acções, ocorre em matéria de aumentos de capital e não se suscita quando esteja em causa a constituição da sociedade uma vez que, neste caso, não existe ainda participação social nem a consequente atribuição ao seu titular de direitos de preferência.

Por outro lado, no contexto de uma OPV (na qual os valores mobiliários objecto da oferta já foram emitidos e já estão em circulação), apesar de não se colocar a questão dos direitos de preferência *na subscrição*, o intermediário financeiro poderá deparar-se com a obrigação de respeito pelos direitos de preferência *na aquisição* que resultem do contrato de sociedade, nos termos do artigo 328.º n.º 2, alínea b).

## 9. Direitos e deveres das partes

No momento em que procedemos à distinção entre as várias modalidades de colocação, evidenciamos qual a nossa opinião acerca da caracterização da actuação do intermediário financeiro, deixando expresso que consideramos que a aquisição dos valores mobiliários objecto da oferta constitui um requisito do próprio contrato de tomada firme, por essa razão qualificado como contrato real quanto à constituição<sup>177</sup>.

Retomamos, neste ponto, as questões que suscitámos no âmbito da análise das acções como objecto do contrato de tomada firme<sup>178</sup>.

---

<sup>177</sup> V. *supra* 5.1.3. do Capítulo II.

<sup>178</sup> Relembramos que, não sendo o único tipo de valores mobiliários que pode ser objecto deste contrato, optámos por circunscrever o presente estudo às acções das sociedades anónimas.



Nos termos do artigo 274º do CSC, a aquisição da qualidade de sócio e a possibilidade de exercício dos direitos inerentes a essa qualidade surgem com a celebração do contrato de sociedade ou com o aumento de capital. O momento de constituição da participação social e de aquisição da qualidade de accionista não depende, portanto, da existência da acção como valor mobiliário e pode, inclusivamente, surgir em momento anterior a esta. A incorporação da participação social na acção, como valor mobiliário, só se verifica com a forma de representação, ou seja, ocorre no momento da emissão e entrega dos títulos, no caso das acções tituladas ou da inscrição no registo, nas acções escriturais<sup>179</sup>.

O artigo 339º do CVM prevê expressamente que, através do contrato de tomada firme, “(...) o intermediário financeiro adquire os valores mobiliários que são objecto da oferta pública de distribuição (...)”<sup>180</sup>, ou seja, da letra da lei pode retirar-se que o intermediário financeiro se torna, desde logo, titular das acções objecto do contrato de colocação com tomada firme.

A qualificação desta aquisição deverá também ser equacionada à luz distinção (já inúmeras vezes lembrada) entre OPS’s e OPV’s. Quanto às primeiras, a aquisição do intermediário financeiro configura, por princípio, uma subscrição, definida como “a *declaração jurídica de aceitação de uma aquisição originária de valores mobiliários*”<sup>181</sup>. Relativamente às OPV’s, temos um contrato de compra e venda (aquisição derivada) uma vez que as acções adquiridas pelo intermediário financeiro são valores mobiliários emitidos e já em circulação.

Antecipando as reflexões que irão ter lugar no âmbito do Capítulo IV, dedicado à qualificação jurídica do contrato de tomada firme, podemos, desde já, afirmar que se trata de um contrato misto que engloba as características da subscrição ou da compra e venda (consoante seja uma OPS ou OPV, respectivamente) e alguns elementos da prestação de serviços<sup>182</sup>.

Independentemente da posição adoptada no que respeita à qualificação jurídica, o intermediário financeiro, a partir do momento da celebração do contrato de tomada firme, assume a qualidade de accionista, ou seja, de titular das acções objecto da oferta pública de distribuição.

---

<sup>179</sup> Se estivermos perante acções tituladas ou escriturais, respectivamente. Relativamente à forma de representação dos valores mobiliários, v. entre outros, ALMEIDA, Carlos Ferreira de – “Desmaterialização dos títulos de crédito: valores mobiliários escriturais”, *Revista da Banca*, nº 26, Lisboa, Associação Portuguesa de Bancos, 1993, pág. 23 a 39 e FERREIRA, Amadeu José – *Valores Mobiliários Escriturais, Um Novo Modo de Representação e Circulação de Direitos*, Coimbra, Almedina, 1997.

<sup>180</sup> Sublinhado nosso.

<sup>181</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, 2009, 313 e *Emissão...*, 1997, pág. 210. O mesmo autor acrescenta que a subscrição pode ser encarada quer como *acto jurídico* quer como *negócio jurídico*, mediante o grau de liberdade de estipulação das partes, ou seja, consoante o conteúdo seja rígido e pré-determinado ou exista alguma margem de conformação.

<sup>182</sup> V. *infra*, Capítulo IV.

### 9.1. Direitos inerentes às acções: o direito de voto

A acção, enquanto participação social e valor mobiliário conforma uma realidade jurídica complexa que se caracteriza por ser um conjunto de direitos e obrigações actuais ou potenciais do sócio perante a sociedade, os restantes sócios e terceiros<sup>183</sup>.

Os direitos dos accionistas são, normalmente, “ (...) *divididos em direitos patrimoniais, de um lado, e em direitos políticos, administrativos, de controlo ou de domínio, por outro lado*”<sup>184</sup>.

Entre os direitos políticos está consagrado, em geral, no n.º 1, alínea b) do artigo 21.º do CSC, o de “*participar nas deliberações de sócios*”, que só pode ser limitado pelas “*restrições previstas na lei*”<sup>185</sup> e que representa um conjunto de direitos que engloba (i) o direito a ser convocado para as assembleias gerais, (ii) o direito de assistir e intervir nas mesmas e (iii) o direito de voto<sup>186</sup>. É importante deixar claro que este direito de participação<sup>187</sup> é independente do direito de voto, continuando a existir mesmo se aquele estiver suspenso ou o seu titular inibido de o exercer<sup>188</sup>.

O direito de voto não está previsto, autonomamente, no elenco dos direitos dos sócios do referido artigo 21.º do CSC, integrando esse elenco apenas por incorporação no direito de participação<sup>189</sup>. Contudo, o direito de voto é expressamente definido no CVM como um dos direitos inerentes aos valores mobiliários (alínea b) do n.º 3 do artigo 55.º)<sup>190</sup>.

<sup>183</sup> Cfr. ESTACA, José Marques – “O Destaque dos Direitos de Voto em face do Código dos Valores Mobiliários”, *Estudos em Honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, vol. II, Coimbra, Almedina, 2008, pág. 1347 a 1361, pág. 1349 e ABREU, J. M. Coutinho de – *Curso de Direito Comercial*, vol. II, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2007, pág. 207 e ss. e SOVERAL MARTINS, *Valores...*, 2003, pág. 31.

<sup>184</sup> OSÓRIO DE CASTRO, *Valores...*, 1998, pág. 88 e 89.

<sup>185</sup> Cfr. VASCONCELOS, Pedro Pais de – *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2.ª ed., Coimbra, Almedina, 2006, pág. 118.

<sup>186</sup> ALMEIDA, António Pereira de – *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, 5.ª ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2008, pág. 156. Afirmando que o direito de participação nas deliberações sociais reúne a assistência, a discussão e o voto, v. OLAVO, Carlos – “Deveres e Direitos dos Sócios nas Sociedades por Quotas e Anónimas”, *Estruturas Jurídicas da Empresa*, Lisboa, AAFDL, 1989, pág. 70, e PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação...*, 2006, pág. 118. No mesmo sentido, cfr. COELHO, Eduardo de Melo Lucas – *Direito de Voto dos Accionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas*, Lisboa, Editora Rei dos Livros, 1987, pág. 108: “[a assembleia] constitui-se com os sujeitos que segundo a lei e o estatuto nela podem participar, pessoalmente ou por intermédio de representantes, visando a participação, em princípio, possibilitar a discussão, a apresentação de propostas e, sobretudo, o exercício do voto”.

<sup>187</sup> “A participação dos accionistas nas assembleias gerais das sociedades é, a par do direito à informação, o meio mais idóneo de assegurar um acompanhamento próximo da gestão e fiscalização da sociedade”, SOUSA GIÃO, *Notas...*, 2005, pág. 50.

<sup>188</sup> Em termos semelhantes, OSÓRIO DE CASTRO, *Valores...*, 1998, pág. 90.

<sup>189</sup> Cfr. PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades...*, 2008, pág. 159, que afirma que o “processo de participação do sócio nas deliberações sociais culmina naturalmente com o exercício do direito de voto”.

<sup>190</sup> Cfr. PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades...*, 2008, pág. 159. Quanto à temática dos direitos inerentes aos valores mobiliários, v. SOARES, António – “Direitos Inerentes a Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. I, Coimbra, Coimbra Editora, 1999, pág. 133 a 166 e SANTOS, Jorge Costa – “Direitos Inerentes aos Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1997, pág. 55 a 98.

A imposição de limitações ao direito de participação nas sociedades anónimas, mormente ao direito de voto, justifica-se, sobretudo, pela crescente dificuldade (ou até impossibilidade) de determinação do número de accionistas e do valor das suas participações.

De acordo com as coordenadas da doutrina<sup>191</sup>, as restrições ao direito de voto previstas pela lei podem distribuir-se da seguinte forma: *a)* inibição dos direitos de voto; *b)* impedimentos de voto e *c)* impossibilidade de exercício.

A inibição de direitos de voto é considerada uma forma de sancionar o accionista em questão por comportamentos irregulares como, por exemplo, a mora na realização das entradas<sup>192</sup>, a falta de comunicação de participações qualificadas<sup>193</sup> e o incumprimento do dever de lançamento de OPA obrigatória<sup>194</sup>, entre outros.

Os impedimentos de voto resultam da existência de situações de conflito de interesses, como são exemplo os casos enumerados no n.º 6 do artigo 384.º. Quanto à impossibilidade de exercício, esta resulta da aplicação do regime das acções próprias, na medida em que o CSC consagra, expressamente, que devem considerar-se suspensos todos os direitos inerentes a essas acções<sup>195</sup>, o que inclui, necessariamente, o direito de voto<sup>196</sup>.

Para completar a excursão pelos diferentes mecanismos a que a lei recorreu para restringir o direito de voto nas deliberações sociais, referimos, por último, as limitações quantitativas, previstas pelo n.º 2 do artigo 384.º do CSC: *a)* fazer corresponder um só voto a um certo número de acções<sup>197</sup> ou *b)* estabelecer que não sejam contados votos acima de um determinado número, quando emitidos por um só accionista, em nome próprio ou como representante de outro. As limitações previstas na alínea *b)* desta norma podem ser

---

<sup>191</sup> SOUSA GIÃO diz-nos que: “*Além do regime legal constante do artigo 384.º, n.º 2 do CSC, o qual, observadas determinadas condições, permite que o contrato de sociedade possa fazer corresponder um só voto a um certo número de acções, situação em que um accionista pode tê-lo sem deter quaisquer direitos de voto, são de referir outras situações particulares que podem determinar a exclusão do exercício do direito de voto da esfera jurídica do titular da acção: mora na realização de entradas de capital (artigo 384.º, n.º 4 do CSC); existência de conflitos de interesses entre o accionista e a sociedade (artigo 384.º, n.º 6 do CSC); detenção de acções próprias (artigo 324.º do CSC); e outras inibições ao exercício do direito de voto como, por exemplo, a resultante da falta de transparência na comunicação ao mercado de participações qualificadas em sociedades abertas (artigo 16.º, n.º 7 do Código dos Valores Mobiliários)*”, cfr. GIÃO, João Sousa – “Notas sobre o enunciado fim do bloqueio de acções como requisito do exercício do direito de voto em sociedades cotadas”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 21, 2005, pág. 48 a 56, nota 11. A este propósito, v., ainda, PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades...*, 2008, pág. 155 e ss., LUCAS COELHO, *Direito...*, 1987, pág. 143 e ss. e MARQUES ESTACA, *O Destaque...*, 2008, pág. 1355.

<sup>192</sup> Cfr. o n.º 4 do artigo 384.º do CSC.

<sup>193</sup> Nos termos do artigo 16.º n.º 7 do CVM.

<sup>194</sup> Previsto no artigo 192.º do CVM.

<sup>195</sup> Com excepção do direito a receber novas acções num aumento de capital por incorporação de reservas, cfr. artigo 324.º, n.º 1, alínea a).

<sup>196</sup> V. LUCAS COELHO, *Direito...*, 1987, pág. 149 a 154.

<sup>197</sup> Desde que sejam abrangidas todas as acções emitidas pela sociedade e fique cabendo um voto a, pelo menos, cada €1000 de capital.

impostas com base em critérios objectivos, essencialmente ligados ao valor da participação social ou à quantidade de acções detidas, mas, de acordo com o n.º 3 do mesmo artigo 384.º, não são admissíveis limitações subjectivas, ou seja, limitações impostas apenas a algum ou alguns dos accionistas da sociedade<sup>198</sup>.

Face ao exposto, podemos concluir que em nenhuma destas situações há supressão ou afastamento definitivo do direito de voto, já que a lei se confina a estabelecer restrições ao seu exercício, não interferindo na própria existência do direito fundamental e típico dos sócios.

De notar que, mesmo no caso das acções preferenciais sem voto<sup>199</sup>, o direito de voto não foi totalmente excluído do conteúdo das acções que incorporam esta categoria. Na verdade, se o dividendo prioritário<sup>200</sup> não for integralmente pago durante dois anos consecutivos, estas acções passam a conferir direito de voto, nos mesmos termos das acções ordinárias, até ao exercício seguinte àquele em que for pago esse dividendo, o que pressupõe que o direito de voto integre as acções desta categoria, mas tenha o seu exercício condicionado por razões ligadas à sua própria génese.

Na sequência das premissas enunciadas, é possível retirar conclusões quanto aos direitos que se constituem na esfera jurídica do intermediário financeiro, no caso concreto da tomada firme. Quanto a esta situação em concreto, a lei não prevê qualquer restrição ao direito de voto das acções objecto da oferta pública de distribuição. Assim sendo, conclui-se que, como efectivo titular das acções adquiridas pela celebração do contrato de tomada firme, se constituem na esfera jurídica do intermediário financeiro os direitos patrimoniais e políticos inerentes às acções, entre os quais se insere o direito de voto.

Arredamos, assim, a possibilidade de considerar que as acções adquiridas no âmbito do contrato de tomada firme sejam acções desprovidas de direito de voto<sup>201</sup>. A viabilidade desta posição é desde logo afastada, não só porque implicaria a criação de uma categoria nova, autónoma<sup>202</sup>, já que estes valores mobiliários teriam um conteúdo diferente, mas

---

<sup>198</sup> PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação...*, 2006, pág. 120 e 121 e PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades...*, 2008, pág. 162.

<sup>199</sup> Para uma análise mais profunda do regime das acções preferenciais sem voto v., *inter alia*, CORDEIRO, António Menezes – “Acções Preferenciais sem Voto”, *R.O.A.*, vol. III, 2000 e CASTRO, Carlos Osório de – “Acções Preferenciais Sem Voto”, *Problemas do Direito das Sociedades* (obra colectiva), Coimbra, IDET/Almedina, 2002.

<sup>200</sup> Característica que, a par do direito de reembolso prioritário, distingue as acções preferenciais sem voto das acções ordinárias.

<sup>201</sup> Quanto à possibilidade de considerar o direito de voto como direito passível de destaque, v. MARQUES ESTACA, *O Destaque...*, 2008.

<sup>202</sup> O que só, desde logo, só poderia ocorrer no caso das OPS, aquando da emissão desses valores mobiliários.

também porque tratando-se, por princípio, de uma situação provisória que, quando finda, poderá vir a determinar a transferência da titularidade das acções e dos direitos que as incorporam para a esfera dos investidores<sup>203</sup>, a criação de uma categoria de acções, cujo conteúdo se caracteriza pela inexistência do direito de voto, não se coaduna com a transferência destas mesmas acções, para os investidores, já com a plenitude dos seus direitos devidamente constituídos.

Por outro lado, a criação de uma categoria de acções sem voto, mesmo que admissível provisoriamente (o que não se considera possível), esbarraria com um obstáculo intransponível no caso das acções objecto de oferta pública de venda, pelo facto de estas já se encontrarem emitidas.

Partindo do pressuposto de que a aquisição das acções determina a aquisição do direito inerente de voto e considerando que a lei (quer o CSC quer o CVM) não prevê expressamente qualquer limitação ao direito de participação consagrado no artigo 21º, nº 1, alínea b) do CSC, o caminho será, inevitavelmente, o de equacionar, a partir daí, qual o modo de exercício desse direito e as respectivas consequências jurídicas.

Concretizando este ponto, salientamos que o dever imposto pelo nº 3 do artigo 339º do CVM ao tomador firme de “*transferir para os adquirentes finais todos os direitos de conteúdo patrimonial inerentes aos valores mobiliários que se tenham constituído após a data de tomada firme*”.

Consideramos que o objectivo último desta norma é o de conservação do valor das acções que virão a ser adquiridas pelos investidores. A característica que mais se evidencia é a da transmissibilidade dos direitos patrimoniais para os futuros titulares, em paralelo com a transmissibilidade das próprias acções. Assim, estes direitos devem acompanhar as acções aquando da sua transmissão, facto que impõe ao intermediário financeiro a sua conservação.

Deve notar-se que este dever do intermediário financeiro, previsto na lei, não afasta o direito (que pode inclusivamente ser um dever) de exercício dos direitos patrimoniais em questão. Na verdade, a sua conservação pressupõe mesmo que estes sejam exercidos e se constituam efectivamente na esfera jurídica do seu titular. Findo o período da oferta, o intermediário financeiro deverá transferir esses direitos, em conjunto com as acções ou poderá livremente dispor daqueles que correspondam às acções remanescentes, que permanecerão na sua titularidade.

---

<sup>203</sup> Podendo estes, pelo contrário, permanecer na titularidade do intermediário financeiro no caso das acções que o mesmo não conseguiu distribuir.

Por último, cabe proceder a uma delimitação temporal que restringe a aplicação desta norma ao período de pendência da oferta. Consideramos que cessa este dever no momento em que termina o prazo previsto para a oferta e são apurados os resultados, momento em que o intermediário financeiro passa também a poder dispor destes direitos de conteúdo patrimonial.

Como veremos, sem prejuízo da transmissibilidade dos direitos políticos correspondentes às acções objecto da oferta e que as acompanham, o direito de voto de exercício imediato, ou seja, o direito a participar e votar numa concreta deliberação, não poderá ser transmitido se caducar após o prazo para o seu exercício, ou seja, se não for exercido na deliberação a que respeita, deixa de existir, não podendo, consequentemente, ser transmitido ao futuro investidor.

## **9.2. Exercício do direito de voto inerente às acções objecto da oferta**

O legislador não se pronunciou quanto ao exercício dos direitos políticos, nomeadamente, quanto ao exercício do direito de voto inerente às acções adquiridas pelo tomador firme.

Torna-se imperioso, portanto, resolver as dificuldades que advêm do confronto entre a actuação do intermediário financeiro na posição de accionista e os deveres a que está sujeito em resultado da profissionalidade<sup>204</sup> que deve caracterizar a sua actuação no âmbito do contrato de tomada firme como prestação de um serviço de investimento em valores mobiliários, cuja celebração e cumprimento decorrem da prestação de um serviço de investimento em valores mobiliários.

Partimos da referência a uma questão, subjacente a toda esta discussão, que respeita aos fundamentos da intervenção do intermediário financeiro ao abrigo da tomada firme. Sendo obrigatória a intermediação no âmbito das ofertas públicas, a colocação dos valores mobiliários, a operar por um intermediário financeiro, poderá assumir uma das três modalidades *supra* mencionadas: colocação simples, garantia de colocação e colocação com tomada firme.

A opção por uma destas modalidades deve-se, essencialmente, à maior ou menor dispersão do risco que o oferente pretende ver assumido pelo intermediário financeiro com

---

<sup>204</sup> Acerca desta actuação do intermediário financeiro como profissional, VEIGA, Alexandre Brândão da - “A Profissionalidade na Intermediação Financeira”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 10, 2001.

quem celebra o contrato de colocação. Este risco consubstancia-se, no âmbito da tomada firme, na aquisição imediata das acções objecto da oferta, pelo intermediário financeiro, e na obrigação, por este assumida, de as oferecer ao público ao longo do período da oferta.

Esta obrigação de colocação (presente independentemente da modalidade escolhida), perante a qual o intermediário financeiro se obriga a desenvolver os melhores esforços para que essas acções sejam adquiridas pelos investidores, é a obrigação essencial do contrato de tomada firme e concretiza, como dissemos, a prestação de um serviço de investimento. Esta obrigação só existe depois de celebrado validamente o contrato, o que, por sua vez, depende da aquisição das acções pelo intermediário financeiro (*traditio*), na medida em que, com referimos *supra*, este contrato tem natureza real quanto à constituição.

Partindo do princípio, intrínseco à posição que defendemos, que todos os direitos inerentes às acções, mormente o direito de voto, se constituem na esfera jurídica do intermediário financeiro, então o seu exercício terá de atender a duas questões essenciais. Por um lado, às obrigações a que se vinculou contratualmente, cujo incumprimento estará, assim, sujeito ao regime da responsabilidade contratual, havendo lugar a execução específica que salvguarde a aquisição das acções pelos investidores<sup>205</sup>.

Por outro lado, terá de balizar o exercício do direito de voto pelos limites que advêm das obrigações correspondentes ao profissionalismo que caracteriza (ou deve caracterizar) a actuação do intermediário financeiro e as regras que lhe são aplicáveis, no decurso da sua intervenção como prestador de um serviço de investimento. Esta actuação deverá sobrepor-se a qualquer interesse social ou a qualquer intuito de exercício da posição accionista que adquire na entidade relativamente à qual presta uma actividade de intermediação.

Nesta medida, se a intervenção do intermediário financeiro nos desígnios da sociedade ocorrer em termos tais que se conclua que, com a aquisição das acções, o intermediário financeiro visava apenas interferir na sociedade, servindo-se da sua posição de accionista para alcançar determinada finalidade imprópria, a deliberação em causa é anulável, nos termos do artigo 58º, nº 1, alínea b) do CSC, por ser uma deliberação “*apropriada a satisfazer o propósito de um dos sócios de conseguir, através do exercício do direito de voto, vantagens especiais para si ou para terceiros, em prejuízo da sociedade ou de outros sócios ou simplesmente de prejudicar aquela ou estes, a menos que se prove que as deliberações teriam sido tomadas mesmo sem os votos abusivos*”<sup>206</sup>.

---

<sup>205</sup> Quanto às consequências do incumprimento das obrigações do intermediário financeiro, v. Raúl Ventura, *Alterações...*, 1996, pág. 241.

<sup>206</sup> MAIA, Pedro – “Deliberações dos Sócios”, *Estudos de Direito das Sociedades*, 9ª ed., Coimbra, Almedina, 2008, pág. 235 a 275 e FURTADO, Jorge Henrique Pinto – *Curso de Direito das Sociedades*, 5ª ed. Coimbra, Almedina, 2004, pág. 391 a 475.

Da decomposição do preceito decorre que a impugnação da deliberação, com fundamento em voto abusivo, pode verificar-se quer quando a intenção do sócio vai dirigida à obtenção de uma vantagem especial para si ou para terceiro, quer no caso em que o sócio apenas procura, através do seu voto, causar um prejuízo à sociedade ou aos outros sócios. A parte final desta disposição consagra a necessidade de se sujeitar a deliberação a uma “prova de resistência” que permite descortinar da efectiva anulabilidade, através da prova de que sem os votos abusivos o sentido da deliberação teria sido outro, caso contrário, a deliberação será considerada válida<sup>207</sup>.

## 10. Bloqueio de acções

Regressando à perspectiva contratual e às obrigações assumidas pelo intermediário financeiro pela celebração do contrato de tomada firme, uma das principais preocupações será a necessidade de harmonizar o exercício, pelo intermediário financeiro, do direito de voto inerente às acções de que é titular e o cumprimento da obrigação que o mesmo assumiu de colocação das referidas acções, no prazo da oferta pública de distribuição.

Ao abrigo do artigo 55º, nº 1 do CVM, quem, em conformidade com o registo (valores mobiliários escriturais) ou com o título (valores mobiliários titulados), for titular de direitos relativos a valores mobiliários está legitimado (legitimidade activa) para o exercício dos valores mobiliários que lhe são inerentes e que aparecem enumerados no nº 3 do mesmo preceito, entre os quais se insere o direito de voto (alínea b)). As regras aplicáveis quanto à legitimação para o exercício dos direitos relativos a valores mobiliários escriturais e titulados que vêm previstas nos artigos 83º e 104º, respectivamente.

Atento o facto de o artigo 384º nº 4 do CSC permitir que a determinação da forma de exercício do direito de voto conste do contrato, de deliberação dos sócios ou de decisão do presidente da mesa da assembleia geral, exige-se que os accionistas provem, perante a sociedade, a titularidade das acções que lhes conferem o direito a votar nessa deliberação, desde uma data que antecede em determinado período a data da assembleia geral.

Nos termos do artigo 78º, a prova da titularidade do registo<sup>208</sup> dos valores mobiliários escriturais é feita através de certificado emitido pela entidade registadora.

---

<sup>207</sup> Assim, PEDRO MAIA, *Deliberações...*, 2008, pág. 271.

<sup>208</sup> Para uma perspectiva completa do sistema de registo de valores mobiliários, v. ALMEIDA, Ferreira de – “Registo de Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VI, Coimbra, Coimbra Editora, 2006, pág. 51 a 138, VEIGA, Alexandre Brandão da – “Sistemas de Controlo de Valores no Novo Código de



No que respeita aos valores mobiliários escriturais, quando os direitos inerentes não sejam exercidos através da entidade registadora, podem sê-lo pela apresentação dos certificados emitidos por aquela entidade, caso em que, de acordo com o artigo 72º, os respectivos valores mobiliários ficarão sujeitos a bloqueio<sup>209</sup>, durante o prazo de vigência indicado no certificado. Situação idêntica ocorre, por via do artigo 104º n.º 1, com os valores mobiliários titulados ao portador que se encontrem depositados.

O exercício do direito inerente de voto na assembleia geral depende, portanto, do facto de as acções serem sujeitas a bloqueio<sup>210</sup>, nos termos do art. 72.º, n.º 1, al. a), do CVM que, em conformidade com o n.º 4 do mesmo artigo, impede que a entidade registadora transfira os valores mobiliários, durante o respectivo prazo de vigência<sup>211 212</sup>.

Em Novembro de 2005, as “*Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*”<sup>213</sup>, seguiam no sentido de que “*Não deve ser restringido o exercício activo do direito de voto, quer directamente, nomeadamente por correspondência, quer por representação. Considera-se, para este efeito, como restrição do exercício activo do direito de voto: a) a imposição de uma antecedência do depósito ou bloqueio das acções para a participação em assembleia geral superior a 5 dias úteis (...)*”.

No Relatório Final da Consulta Pública n.º 8/2005 sobre Actualização das Regras de Governo das Sociedades e de Deveres de Prestação de Informação Financeira<sup>214</sup>, na sequência da expectativa de vir ser de novo equacionada a reflexão acerca do abandono do sistema de bloqueio em virtude dos trabalhos da Comissão Europeia, a CMVM considerava que “*(...) a reflexão sobre as aptidões e os obstáculos colocados pelo bloqueio das acções no sistema de legitimação para o exercício do direito de voto nas sociedades cotadas portuguesas não deve cessar e, sobretudo, entende como necessário o aprofundamento do debate sobre as soluções alternativas que se colocam. Se outro mérito não tiver, esta abordagem permitirá uma preparação atempada e sem rupturas do ordenamento*

---

Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, 2000, pág. 106 a 128 e AMADEU FERREIRA, *Valores...*, 1997.

<sup>209</sup> O n.º 3 do artigo 72º esclarece que “*O bloqueio consiste num registo em conta, com indicação do seu fundamento, do prazo de vigência e da quantidade de valores mobiliários abrangidos*”.

<sup>210</sup> São principalmente dois os fundamentos da lei para a exigência do bloqueio dos valores mobiliários: pretende-se evitar, em primeiro lugar, que a partir da conta de valores mobiliários, mais do que uma pessoa possa ser legitimada para o exercício do mesmo direito, o que se consegue através do registo da passagem do certificado; por outro lado, a lei visa garantir que a legitimidade se mantenha até ao momento do exercício do direito, impedindo-se a transferência dos valores mobiliários da conta legitimadora.

<sup>211</sup> O CVM considera que a violação do dever de bloqueio exigido pela lei ou pelo titular dos valores mobiliários (nos casos em que esse bloqueio é facultativo) constitui uma contra-ordenação muito grave. Cfr. artigo 392º, n.º 1, alínea e).

<sup>212</sup> A propósito da questão do bloqueio e procedendo a uma análise crítica do regime em vigor, v. SOUSA GIÃO, *Notas Sobre...*, 2005, pág. 48 a 56.

<sup>213</sup> <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/E5550997-7FD4-404F-9D8E-4C4945642513.htm>

<sup>214</sup> <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/161261B3-7FF1-4789-A758-7C0F38F779BD.htm>

*jurídico interno para as modificações que sejam introduzidas em resultado da intervenção comunitária sobre o reforço dos direitos dos accionistas (...)”.*

Decorridos cerca de dois anos e meio, apesar de se manter em vigor, na presente data, o regime *supra* descrito, cumpre mencionar que os trabalhos da Comissão, em curso em 2005, vieram a consubstanciar a aprovação da Directiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa ao exercício de certos direitos dos accionistas de sociedades cotadas<sup>215</sup>, que impõe a proibição do bloqueio<sup>216</sup> e adopção de um dos sistemas alternativos: o sistema da *data de referência*, que consagra a legitimação imediata sem imobilização de acções ou o *sistema da reconciliação*, que permite a legitimação mediata sem imobilização das acções<sup>217</sup>.

Entre os dias 19 de Agosto e 15 de Novembro de 2008, foi promovida pela CMVM uma consulta pública<sup>218</sup>, em articulação com o Ministério das Finanças e da Administração Pública e com o Ministério da Justiça, com o objectivo de permitir que os agentes de mercado se pronunciassem sobre o anteprojecto de transposição da Directiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho. O prazo para a transposição deste diploma comunitário para o ordenamento jurídico português termina a 3 de Agosto de 2009.

À face do regime actualmente em vigor, o exercício do direito de voto pelo intermediário financeiro titular das acções em conformidade com o registo ou com o título, está sujeito ao cumprimento das regras descritas quanto à emissão de certificados de titularidade como forma de legitimação para esse exercício, o que implicará a sujeição ao regime do bloqueio das acções e, por conseguinte, às limitações quanto à transferência dos valores mobiliários<sup>219</sup>.

Assim sendo, poderá dar-se o caso de, na pendência da oferta pública de distribuição em que o intermediário financeiro intervém como tomador firme, as acções (em relação às quais aquele tem uma obrigação de colocação) ficarem sujeitas a bloqueio, em virtu-

---

<sup>215</sup> Jornal Oficial n.º L 184/17 de 14/07/2007.

<sup>216</sup> Esta proibição vem prevista no n.º 1 do artigo 7º da Directiva, nos seguintes termos:

*“Os Estados-Membros devem garantir que: a) Os direitos dos accionistas de participarem nas assembleias-gerais e votarem em relação a quaisquer das acções de que sejam titulares não sejam sujeitos a qualquer condição de depósito, transferência ou registo das acções a favor de outra pessoa singular ou colectiva antes da assembleia-geral; e b) Os direitos dos accionistas de venderem ou transferirem as respectivas acções durante o período compreendido entre a data de registo, na acepção do n.º 2, e a assembleia-geral a que aquela se aplica não sejam sujeitos a nenhuma restrição a que não estejam sujeitos noutra altura”.*

<sup>217</sup> O número 4 do artigo 7º da Directiva determina que “[a] prova da qualidade de accionista só pode ser sujeita aos requisitos necessários para assegurar a identificação dos accionistas e apenas na medida em que esses requisitos sejam proporcionais para atingir esse objectivo”.

<sup>218</sup> Processo de Consulta Pública n.º 10/2008, disponível nos documentos da CMVM, em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), na área relativa às Consultas Públicas do ano de 2008.

<sup>219</sup> Note-se que a transferência de valores mobiliários bloqueados constitui contra-ordenação muito grave de acordo com o artigo 392º, n.º 2, alínea a) CVM.

de da necessidade de emissão de certificado de legitimação para o exercício de direitos inerentes às acções objecto da oferta.

Desta forma, será necessário ponderar se o exercício do direito de voto, nestas condições, não poderá pôr em causa o cumprimento da obrigação de colocação das acções, na medida em que, com o bloqueio, fica limitada a possibilidade de transferência das acções para os potenciais investidores e que constitui uma obrigação essencial do contrato celebrado entre o intermediário financeiro e o oferente.

Se este bloqueio afectar o cumprimento da obrigação de colocação por impor ao intermediário financeiro – titular dos valores mobiliários - uma proibição de transferência dos mesmos, deve esse intermediário financeiro abster-se de exercer o direito de voto (estando, assim sujeito a um dever de abstenção), de forma a não promover a imposição do bloqueio das acções (não solicitando, portanto, a emissão de certificado que o legitime para esse exercício)<sup>220</sup>.

A violação do dever de abstenção ou de omissão de exercício do direito de voto resulta no incumprimento da obrigação assumida pelo intermediário financeiro de que irá desenvolver os melhores esforços para a colocação das acções objecto de oferta pública. Proporcionando a imposição do bloqueio, impede a válida transferência das acções, o que o impede de realizar a obrigação de distribuição que lhe foi conferida em pelo contrato, no âmbito da prestação de um serviço de investimento em valores mobiliários.

Questão que se poderá suscitar, neste encadeamento, é a de saber se este dever de abstenção configura ou não uma das situações *supra* referidas de restrição do direito de voto<sup>221</sup>. Recordamos o que afirmámos a respeito da consagração do direito de voto, pela alínea b) do n.º 3 do artigo 55.º CVM, como direito inerente às acções e da inclusão do direito de voto na previsão da alínea b) do n.º 1 do artigo 21.º do CSC.

De acordo com o enunciado legal, o direito de participar e de votar nas deliberações sociais só pode ser restringido por lei, pelo que, considerando que esta restrição não se verifica no caso concreto, somos de crer que o dever de abstenção de exercício do direito de voto, aplicável ao intermediário financeiro, na medida em que o mesmo ponha em causa o cumprimento da obrigação de colocação, não poderá ser reconduzido a nenhuma dessas modalidades - a saber, a inibição, os impedimentos e a impossibilidade. Resta-nos concluir

---

<sup>220</sup> De salientar o facto de estarmos, neste caso, perante o regime do bloqueio obrigatório. Já quanto ao bloqueio facultativo, pedido pelo titular dos valores mobiliários, PAULO CÂMARA considera que “*deve entender-se como ilícita qualquer utilização do bloqueio facultativo desencadeado pelo titular que vise frustrar uma aquisição lícita de terceiros, em que o titular esteja numa posição de sujeição em relação ao facto transmitido*”, o que será o caso da aquisição das acções pelos investidores na pendência da oferta. Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual...*, 2009, pág. 335.

<sup>221</sup> V. *supra* ponto 9.1. do presente Capítulo.

que a violação do dever de abstenção do exercício do direito de voto é sindicável em sede de responsabilidade contratual.

A referência às prementes alterações legislativas, impostas pela Directiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, comporta uma importância fundamental na medida em que as disposições da Directiva vêm dar uma possível solução a este problema. Na verdade, o artigo 7º obriga os Estados-Membros a não admitirem qualquer restrição específica ao direito dos accionistas venderem ou transferirem as respectivas acções, durante o período compreendido entre a data de registo e a assembleia geral. Assim, do respeito pelos princípios estabelecidos pela Directiva decorrerá a legitimidade de o intermediário financeiro, como titular das acções objecto da oferta que conferem direitos de voto, exercer esse mesmo direito sem, contudo, afectar o cumprimento das obrigações de colocação que decorrem do contrato de tomada firme.

Para rematar este ponto, é fundamental deixar uma nota que se pensa subjacente a qualquer sequência analítica das repercussões da constituição do direito de voto na esfera jurídica do intermediário financeiro: deve sempre ter-se em conta que a aquisição das acções objecto da oferta pública de distribuição é condição de validade e eficácia da celebração de um contrato cuja finalidade essencial é a de colocação dos valores mobiliários no público, servindo-se para isso, o oferente, das qualidades específicas do intermediário financeiro com quem contrata e que actua na veste de prestador de um serviço de investimento em valores mobiliários.

Assim sendo, a sua actuação como accionista não poderá sobrepor-se ao cumprimento das obrigações que lhe estão afectas em função da actividade de intermediação que exerce, devendo limitar-se a servir os interesses da sociedade e dos futuros accionistas, de acordo com regras apertadas diligência e cuidado, zelando pela preservação das características da participação social que detém.

### **10.1. Imputação de direitos de voto**

Assumindo o posicionamento que temos vindo a fundamentar e que respeita à aquisição pelo intermediário financeiro do direito de voto inerente às acções, não poderíamos deixar de analisar as questões que em torno do mesmo se suscitam. Trata-se de questões intrínsecas à técnica particularmente complexa e sofisticada usada pelo CVM para

identificar e aferir a relevância da participação que qualquer accionista detenha numa sociedade aberta<sup>222</sup>.

A “*malha normativa traçada*”<sup>223</sup> por imposição e influência comunitária<sup>224</sup>, assenta num regime de imputação de direitos de voto<sup>225</sup>, previsto pelo artigo 20º do CVM, no qual se recorre a um conjunto de presunções legais em que releva não apenas a titularidade directa do direito de voto mas também a influência no modo como o direito de voto pode ser exercido<sup>226</sup>.

O artigo 20º, ao contrário do que decorreria “*da diversa racionalidade subjacente às duas Directivas*”<sup>227</sup> cuja transposição está na génese deste regime, concretiza um regime unificado para a imputação de direitos de voto que é instrumental, quer do regime das participações qualificadas, quer do regime da OPA obrigatória.

A aplicação do conjunto de regras do artigo 20º aparece no primeiro nível de funcionalidade<sup>228</sup> desta técnica, usado para determinar as participações qualificadas sujeitas aos deveres de comunicação estabelecidos nos artigos 16º e seguintes do CVM.

Por outro lado, a dinâmica entre a Directiva das OPAs e a Directiva da Transparência permite que seja criado um segundo nível de funcionalidade pela implicação das referidas regras de cômputo da imputação de direitos de voto no cálculo dos limiares de controlo para constituição do dever de lançamento de oferta pública de aquisição fixados no artigo 187.º do referido CVM<sup>229</sup>.

---

<sup>222</sup> O conceito de sociedade aberta ou sociedade com o capital aberto ao investimento público, vem previsto no artigo 13º do CVM. A este propósito, v. ALMEIDA, António Pereira de – “Sociedades Abertas”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VI, Coimbra, Coimbra Editora, pág. 9 a 49.

<sup>223</sup> A expressão é usada por SILVA, João Soares da – “Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 26, 2007, pág. 47 a 58.

<sup>224</sup> A introdução do regime da imputação de direitos de voto e da respectiva funcionalidade deve-se à necessidade de transposição de um conjunto de Directivas, essencialmente, a Directiva do Conselho nº 88/627/CEE, de 12 de Dezembro de 1988, relativa à informação a publicar em caso de transmissão de posição qualificada em sociedade cotada em bolsa, substituída pela denominada Directiva da Transparência (Directiva nº 2004/109/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro de 2004) e a Directiva das OPAs (Directiva nº 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004).

<sup>225</sup> Para uma análise mais cuidada do regime da imputação de direitos de voto, v. CASTRO, Carlos Osório de – “A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 7, 2000, pág. 162 a 193 e RESENDE, João Mattamouros – “A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 26, 2000, pág. 59 a 69.

<sup>226</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, 2009, pág. 552.

<sup>227</sup> Cfr. COUTO, Ana Sá – “Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPA”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 25, 2006, pág. 70 a 78 (78).

<sup>228</sup> O conceito de dupla funcionalidade foi suscitado por SILVA, Paula Costa e – “A imputação dos direitos de voto na oferta pública de aquisição”, *Jornadas sobre Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra, Almedina, 2007, pp. 243 a 282 sendo, posteriormente, desenvolvido por SOARES DA SILVA, *Algumas Observações...*, 2007, que defendeu tratar-se não de dupla mas sim de uma tripla funcionalidade.

<sup>229</sup> Neste sentido, ANA SÁ COUTO, *Breve...*, 2006, pág. 78.

Feito este breve enquadramento do regime da imputação de direitos de voto, dever-se-á equacionar a sua aplicabilidade ao caso concreto em estudo, ou seja, cumpre aferir quais as consequências decorrentes da titularidade dos direitos de voto conferidos pelas acções adquiridas pelo tomador firme, para efeitos de imputação de direitos de voto em ambos os níveis de funcionalidade.

Assim sendo, dever-se-á concluir que o intermediário financeiro pode ficar sujeito aos deveres de comunicação, no âmbito do regime das participações qualificadas, quer à CMVM quer à sociedade participada, de que atingiu ou ultrapassou as percentagens previstas no artigo 16º ou reduziu a sua participação para valor inferior a esses mesmos limites.

Partindo do pressuposto de que o exercício do direito de voto pelo intermediário financeiro está cerceado de todos os cuidados que temos vido a aflorar, de forma que sejam cumpridas, prioritariamente, as obrigações assumidas no contrato de colocação com tomada firme, percebe-se que pode a actuação do intermediário financeiro limitar-se, exclusivamente, à prestação do serviço de colocação, não resultando daí qualquer interesse quanto ao exercício do direito de voto. Daqui decorre uma dificuldade de consolidação com o regime descrito dos deveres de comunicação de participações qualificadas.

Na verdade, na pendência da oferta, o intermediário financeiro poderá (ou deverá) não ter qualquer intenção de assumir uma posição accionista na sociedade visada, o que, contudo, não afastará a aplicação do regime previsto pelo artigo 16º. O artigo 16º-A do CVM<sup>230</sup> determina que, sem prejuízo do dever de comunicação à CMVM, o dever de notificação de participações qualificadas, previsto pelo artigo 16º, não é aplicável ao intermediário financeiro actuando como criador de mercado cujas participações atinjam, ultrapassem ou se tornem inferiores a 5 % dos direitos de voto correspondentes ao capital social, desde que aquele não intervenha na gestão do emitente em causa, nem o influencie a adquirir essas acções ou a apoiar o seu preço<sup>231</sup>.

Da parte final do enunciado legal retira-se que a inaplicabilidade do disposto no artigo 16º depende da verificação de duas condições: em primeiro lugar, o intermediário financeiro compromete-se a *não intervir na gestão do emitente em causa*; em segundo lugar, deve o mesmo cumprir a obrigação de *não o influenciar a adquirir essas acções ou a apoiar o seu preço*. Para o nosso estudo interessa, particularmente, o primeiro pressuposto de dispensa do

---

<sup>230</sup> Introduzido pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro de 2007, no âmbito da transposição da Directiva n.º 2004/39/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (DMIF).

<sup>231</sup> Cfr. n.º 3 do artigo 16º-A do CVM.

dever de comunicação - que o intermediário financeiro “*não intervenha na gestão do emitente em causa*”.

Ferramenta interpretativa essencial para a concretização e determinação deste conceito é o entendimento do CESR<sup>232</sup>, expresso no *Parecer Técnico sobre Possíveis Medidas de Implementação da Directiva da Transparência*<sup>233</sup>. De acordo com este Parecer, a inaplicabilidade do dever de comunicação pressupõe que vários requisitos estejam cumpridos, entre os quais, o não exercício, pelo criador de mercado, dos direitos de voto inerentes às acções detidas no exercício dessa mesma actividade<sup>234</sup>.

Relativamente aos requisitos exigidos para que os deveres de comunicação de participações qualificadas não sejam aplicáveis ao intermediário financeiro, actuando como criador de mercado:

*“These requirements are:*

*a) that the market maker is acting in its capacity as a market maker;*

*b) that the market maker is authorised by its home Member State competent authority under MiFID;*

*c) that the market maker does not intervene in the management of the issuer concerned nor exert any influence on the issuer to buy such shares or back the share price”*

A esta enunciação, segue-se uma breve explicação de cada um desses requisitos, da qual retiramos os pontos com maior relevância para este contexto:

*“(...) The second requirement refers to authorisation under MiFID. MiFID authorises investment firms to conduct a number of activities, one of which is “dealing on own account”<sup>235</sup>, which CESR interprets for Transparency Directive purposes to include market making (...)*

*The third requirement deals with two separate situations: the intervention in the management of the issuer and the exertion of influence over the issuer to buy such shares or back the share price. There are many different ways in which a market maker could intervene in the management of the company. CESR considers that for the purposes of this exemption, this means that the market maker is not going to exercise any of the voting rights attached to the shares, nor use the shares to influence the management of the issuer concerned (...)*<sup>236</sup>.

<sup>232</sup> The Committee of European Securities Regulators.

<sup>233</sup> Disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt) com a Ref: CESR /05-407, de Junho de 2005.

<sup>234</sup> Importa notar que a concessão deste benefício ao criador de mercado implica o cumprimento, pelo intermediário financeiro, de determinados deveres de informação perante a CMVM, nos termos do n.º 4 do artigo 16.º-A do CVM.

<sup>235</sup> Esta *transacção por conta própria* está consagrada na alínea e) do n.º 1 do artigo 4.º do RGICSF como sendo uma actividade das instituições de crédito, que pode ser exercida pelos bancos e pelas sociedades financeiras (quanto a estas, por via da remissão do artigo 5.º).

<sup>236</sup> Sublinhados nossos. Cfr. pág. 21 e 22 do referido Parecer Técnico do CESR.

Atento o exposto, sugerimos que se estabeleça um paralelismo entre a situação do intermediário financeiro actuando como criador de mercado e a situação do intermediário financeiro que actua como tomador firme, com os seguintes pressupostos:

- (i) Ambos são intermediários financeiros;
- (ii) Ambos prestam um serviço de investimento em valores mobiliários:
  - a. criador de mercado: artigo 290º, nº 1 do CVM a alínea e) do CVM e artigo 199º-A, nº 1, alínea c) do RGICSF;
  - b. tomador firme: artigo 290º, nº 1 do CVM a alínea d) do CVM e artigo 199º-A, nº 1, alínea f) do RGICSF.
- (iii) O período de detenção dos valores mobiliários que conferem uma participação relevante é, em ambos os casos, um período curto;
- (iv) Nas duas situações, a actuação como profissional sobrepõe-se à actuação como accionista.

Pegando neste último ponto, é de concluir que não é afastado o direito de voto, apenas estando o mesmo limitado, como alternativa ao dever de comunicação das participações qualificadas, durante a pendência da oferta. De notar que esta questão só é válida durante o período da oferta, uma vez que, apurados os resultados, o intermediário financeiro passa a ser considerado accionista nos mesmos termos dos restantes e com as devidas consequências.

Questão relevante que se coloca é a de saber qual a técnica a utilizar para proceder a esse paralelismo, ou seja, como concretizar a similitude entre a figura do criador de mercado e a situação do tomador firme.

Duas soluções se afiguram possíveis: (a) considerar que se trata de um caso omissio na ordem jurídica, uma lacuna da lei, donde resultará a necessidade de integração por via da analogia<sup>237</sup> ou (b) proceder a uma interpretação extensiva do nº 1 do artigo 16º-A, partindo do pressuposto que este preceito abrange a situação do tomador firme.

A validade da primeira solução fica dependente da qualificação a fazer do nº 3 do artigo 16º-A, na medida em que só será admissível a analogia se este preceito for qualificado como norma especial<sup>238</sup>, ou seja, um subconjunto da norma geral do artigo 16º, não

---

<sup>237</sup> “A analogia é a aplicação de um preceito jurídico estabelecido para certo facto a outro facto juridicamente relevante mas sem directa ou implícita regulação (caso omissio) e semelhante ao primeiro”, cfr. TELLES, Inocência Galvão – *Introdução ao Estudo do Direito*, vol. I, 11ª ed., Coimbra, Coimbra Editora, 1999, pág. 262.

<sup>238</sup> Para uma definição do conceito de norma especial v. PRATA, Ana – *Dicionário Jurídico*, 4ª ed., Coimbra, Almedina, 2006, pág. 793.



contrariando o seu regime. Se, pelo contrário, considerarmos tratar-se de uma norma excepcional, a mesma não poderá comportar o recurso à analogia<sup>239</sup>.

Concluindo pela existência de uma lacuna na lei, que não prevê a situação do tomador firme, e considerando que a norma aplicável ao criador de mercado é uma norma especial, a dispensa de que beneficia o criador de mercado dos deveres acima descritos, pode ser aplicada analogicamente ao intermediário financeiro na tomada firme, uma vez que, existindo a mesma razão justificativa, “*mesma deve ser também a disposição*”<sup>240</sup> a aplicar ao tomador firme.

Contudo, de acordo com a segunda hipótese acima proposta, poderá admitir-se uma interpretação extensiva do n.º 3 do artigo 16.º-A, incluindo o tomador firme na previsão desta norma. A interpretação extensiva ocorre quando “*o intérprete chega à conclusão que a letra do texto fica aquém do espírito da lei*”, pelo que alarga ou estende o texto, “*fazendo corresponder a letra da lei ao espírito da lei*”. Tendemos a seguir por esta última solução, já que consideramos que, apesar de não se encontrar directamente abrangido n.º 3 do artigo 16.º-A, o caso do tomador firme está abrangido pelo espírito da lei e pela sua finalidade, uma vez que decorre da própria *ratio legis* do preceito<sup>241</sup>, nos termos supra explicitados.

Independentemente da posição tomada, consideramos que o paralelismo que propomos entre as duas situações fundamenta a necessidade de reflexão acerca da situação do intermediário financeiro na tomada firme e sugere algumas directrizes que poderão ser quer interpretativas quer de eventual aperfeiçoamento do regime aplicável.

As soluções propostas enquadram-se no primeiro nível de funcionalidade do regime de imputação de direitos de voto. Contudo, não deve esquecer-se que a imputação dos direitos de voto tem um segundo nível de funcionalidade que pode implicar o dever de lançamento de oferta pública de aquisição (OPA) obrigatória, nos termos do artigo 187.º do CVM<sup>242</sup>.

No rigor dos princípios, se a participação do intermediário financeiro for de tal forma relevante que ultrapasse o limite de um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital social, poderá este ser constituído no dever de lançamento de OPA obrigatória.

---

<sup>239</sup> Nos termos do artigo 11.º do CC que dispõe que “*As normas excepcionais não comportam aplicação analógica (...)*”.

<sup>240</sup> GALVÃO TELLES, *Introdução...*, 1999, pág. 262.

<sup>241</sup> Aplicamos ao caso concreto as palavras de MACHADO, João Baptista – *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Coimbra, Almedina, 2006, pág. 185 e ss.

<sup>242</sup> A propósito desta questão, v. CÂMARA, Paulo – “O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, 2000, pág. 196 a 268.

Diversamente do que acontece com o dever de comunicação de participações qualificadas, o dever de lançamento de OPA obrigatória esbarra, claramente, com as obrigações contratuais do intermediário financeiro, assumidas no âmbito do contrato de tomada firme.

Tendo em conta que, no decurso de uma oferta pública de distribuição, o tomador firme presta um serviço de investimento que se caracteriza pela sua vinculação a uma obrigação de colocação das acções adquiridas para esse efeito, considera-se contraditório, no mínimo, impor ao mesmo intermediário financeiro o dever de lançamento de uma OPA obrigatória, com fundamento na detenção de uma participação qualificada que só se verifica com pela finalidade de oferecer as acções em causa aos investidores.

Deste modo, deve equacionar-se como poderá ser afastado este dever, se através de derrogação ou da suspensão do dever. O primeiro caso está previsto no artigo 189º do CVM, que engloba uma série de situações tipificadas<sup>243</sup> em que se esclarece não ser aplicável o disposto no artigo 187º. Já no que diz respeito à suspensão do dever, esta depende de uma comunicação por escrito à CMVM na qual o titular da participação relevante se obriga a pôr termo à situação que impõe o dever de lançamento de OPA, nos 120 dias subsequentes à ocorrência do facto constitutivo.

Somos de crer que a suspensão do dever deverá ser uma situação a aplicar no momento posterior ao decurso do prazo da oferta. Durante a pendência da oferta, consideramos que, apesar de inadmissível *de jure condito*, o regime que melhor se adequaria a estes casos, em conformidade com o que era já previsto no regime anterior<sup>244</sup>, seria o regime das derrogações do dever, consagrado no artigo 189º.

---

<sup>243</sup> Estas situações são também consideradas taxativas.

<sup>244</sup> Cfr. alínea a) do n.º 1 do artigo 528º-A do CºMVM, que prevê os casos em que a obrigação de lançamento de OPA decorra da tomada firme para subscrição indirecta.

## Capítulo IV: Qualificação Jurídica

---

## 11. Classificação e qualificação

Neste Capítulo pretendemos tomar posição quanto ao enquadramento do contrato de tomada firme nas questões essenciais até agora enunciadas e, em particular, nas modalidades de colocação. Com este propósito, recorreremos às operações de classificação e qualificação<sup>245</sup>.

A celebração de contratos de intermediação (entre os quais, a tomada firme) visa o desempenho de uma actividade de intermediação<sup>246</sup>. Atendendo ao elemento subjectivo<sup>247</sup> dos contratos de intermediação, o n.º 2 do artigo 289.º consagra que “*só os intermediários financeiros podem exercer, a título profissional, actividades de intermediação financeira*”.

Ora, na senda da análise dos contratos pessoais, podemos qualificar os contratos de intermediação como contratos próprios, na medida em que a qualidade de um dos intervenientes no contrato (que deve ser um intermediário financeiro autorizado) é um requisito para a celebração do mesmo, requisito esse que visa assegurar um elevado nível de qualidade e o correspondente grau de diligência na prestação do serviço de investimento<sup>248</sup>.

Apesar de serem diversas as propostas da doutrina quanto à qualificação dos contratos de intermediação, importante será, destacando as que consideramos essenciais, consolidar os princípios que lhes subjazem.

Uma das soluções propostas pela doutrina é a da qualificação dos contratos de intermediação como categoria jurídica<sup>249</sup>, que permite compreender a perspectiva dos contratos de intermediação como “*instrumentos jurídicos privilegiados do exercício profissional autorizado das actividades de intermediação financeira (...) elemento estruturante do regime jurídico destes contra-*

---

<sup>245</sup> Definidas, respectivamente, da seguinte forma: “[a] *classificação de contratos consiste no agrupamento em classes de conjuntos de contratos que tenham em comum um elemento ou mais, escolhido(s) como critério*” e “[a] *qualificação de um determinado contrato consiste na verificação da sua pertença a uma determinada classe de contratos (tipo, subtipo, categoria)*”, cfr. FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II*, 2007, pág. 25. O autor acrescenta, de seguida, que as “*duas operações relacionam-se mas diferenciam-se: a classificação organiza genericamente as classes contratuais; a qualificação incide sobre contratos em concreto, celebrados ou em vias de celebração, pressupondo os resultados de anteriores classificações*”.

<sup>246</sup> “*(...) a disciplina dos contratos de intermediação só se compreende quando analisada em conjunto com o regime das actividades de intermediação financeira, na medida em que o contrato será algo que subjaz à actividade em causa (...)*”, cfr. FÁTIMA GOMES, *Contratos...*, 2002, pág. 571.

<sup>247</sup> Cfr. PINTO DUARTE, *Contratos...*, 2000, pág. 358 e ss.

<sup>248</sup> Aplicamos ao contrato em análise o exposto por FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II*, 2007, pág. 34 a 36. Um dos exemplos de contratos próprios oferecido pelo autor é o contrato celebrado pelo intermediário financeiro nos contratos sobre valores mobiliários.

<sup>249</sup> Solução proposta por ALMEIDA, João Queirós – “Contratos de Intermediação Financeira enquanto Categoria Jurídica”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 24, 2006, pág. 291 a 303.

tos”<sup>250</sup>. A constituição dos contratos de intermediação como categoria<sup>251</sup> determina a agregação de várias figuras jurídicas que nela coexistem e que são dotadas de uma tipicidade própria<sup>252</sup>.

Outra das perspectivas que consideramos importante salientar, analisa as características dos contratos de intermediação pela sua recondução ao mesmo macrotipo<sup>253</sup> da prestação de serviços. A qualificação destes contratos pela recondução à prestação de serviços era já solução da doutrina na vigência do C<sup>o</sup>MVM, ao incluir no âmbito das actividades de intermediação “a prestação de serviços relacionados com ofertas públicas de subscrição e de transacção (...) embora a colocação possa envolver também uma operação de conta própria (certamente na tomada firme, eventualmente na colocação com garantia (...))”<sup>254</sup>.

As soluções aqui reproduzidas aproximam-se da posição do legislador, vertida nos números 17 e 18 do Preâmbulo do CVM, onde qualifica os contratos de intermediação como um “importante grupo dos contratos de mandato e de outros contratos de prestação de serviços”.

Será necessário, no caso concreto dos contratos de colocação, distinguir entre as várias formas de colocação, na medida em que, apesar de se verificar, de facto, a presença de elementos da prestação de serviços<sup>255</sup>, poderá ainda, dependendo da figura utilizada, combinar-se este elemento com elementos de outros negócios jurídicos, como veremos adiante.

---

<sup>250</sup> Cfr. QUEIRÓS ALMEIDA, *Contratos...*, 2006, pág. 294 e 295.

<sup>251</sup> As categorias são “mais amplas do que o tipo, formadas por contratos dotados de uma categoria comum”, cfr., FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos I*, 2005, pág. 40.

<sup>252</sup> QUEIRÓS DE ALMEIDA, *Contratos...*, 2006, pág. 293.

<sup>253</sup> V. PINTO DUARTE, *Contratos...*, 2000, pág. 355.

<sup>254</sup> Cfr. ALMEIDA, Carlos Ferreira de – “As Transacções de Conta Alheia no Âmbito da Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1997, pág. 291 a 309 (293). Em sentido concordante, AMADEU FERREIRA descrevia os contratos de colocação da seguinte forma: “São contratos de colocação os celebrados entre um (ou vários) intermediário financeiro e uma entidade emitente, em que aquele se obriga a colocar uma determinada emissão de valores mobiliários contra o pagamento de um preço. Estamos, pois, perante um contrato de prestação de serviço”, cfr. AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 321.

<sup>255</sup> Tendemos, neste ponto, a concordar com FÁTIMA GOMES quanto qualifica o contrato de colocação como um contrato de prestação de serviços mas não excluindo que, em função do que for acordado pelos interessados, possa vir a verificar-se a existência de um contrato de mandato. A este propósito deve notar-se que se considera “elemento essencial do contrato de mandato (...) que o mandatário esteja obrigado, por força do contrato, à prática de um ou mais actos jurídicos”, cfr. GOMES, Manuel Januário da Costa – *Contrato de Mandato*, reimp., Lisboa, AAFDL, 2007, pág. 11. V. ainda JORGE, Fernando Pessoa – *O Mandato Sem Representação*, Coimbra, Almedina, 2001.

## 12. Tipos e subtipos contratuais

A noção de tipo contratual pode ser definida como “*as combinações repetidas com frequência na prática negocial*”<sup>256</sup>, com relevância social, que são ou não reconhecidas e descritas por lei. A noção de tipo legal e de tipo social depende, precisamente, da actuação da lei perante a relevância social dessas combinações, uma vez que esta pode atribuir-lhes um nome e um regime jurídico (tipo legal ou jurídico) ou ignorar a frequência dessas mesmas combinações (tipo meramente social<sup>257</sup>).

A menção ao conceito de tipo tem por objectivo seguir caminho, na análise dos contratos de intermediação, no sentido da aplicabilidade destes princípios ao caso concreto da colocação de valores mobiliários, em especial ao contrato de tomada firme.

No seguimento da definição de tipo contratual aqui apresentada e servindo-nos do que foi sendo desenvolvido ao longo do presente estudo, pode dizer-se que o contrato de tomada firme configura um tipo legal nominado<sup>258</sup>, previsto e regulado no artigo 339º do CVM.

Consideramos relevante, neste ponto, examinar os seguintes pontos: (i) *nomen iuris* atribuído ao contrato de tomada firme e a sua inserção sistemática na Secção relativa à assistência e colocação; (ii) a incorporação da tomada firme nas modalidades de colocação; (iii) alguns dos elementos do contrato e, (iv) como resultado desta discussão, a qualificação jurídica do contrato de tomada firme.

Ora, a afirmação de que se trata de um tipo contratual nominado levanta algumas questões, na medida em que, ao longo de todo o nosso estudo, nos referimos a este contrato, indistintamente, como contrato de tomada firme ou como contrato de colocação com tomada firme, o que transporta a posição por nós assumida quanto à recondução da tomada firme às modalidades de colocação.

No entanto, como pode perceber-se através da análise conjugada dos instrumentos fornecidos quer pela perspectiva histórica quer pela legislação em vigor, a tomada firme

---

<sup>256</sup> Cfr. FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II*, 2007, pág. 21.

<sup>257</sup> Desenvolvendo a noção de tipo social, v. BRITO, Maria Helena - *O Contrato de Concessão Comercial*, Coimbra, Almedina, 1990, pág. 163 e ss: “o tipo jurídico reflecte o fim económico do tipo social”, cfr. pág. 67. A autora acrescenta que “[como] consequência da admissibilidade da tipicidade social, só poderá falar-se de contratos atípicos em relação a contratos absolutamente novos, que não correspondam, nem aos tipos legais, nem a qualquer dos tipos sociais aceites em determinada ordem jurídica. Contratos atípicos são aqueles que, não sendo realizados de forma reiterada e não tendendo a ser novas figuras contratuais com carácter permanente e geral, se apresentam de forma isolada e esporádica, e em relação aos quais não existe uma disciplina legal e social concreta; são contratos que, pela sua estrutura nova e original, não podem ser reconduzidos nem aos tipos legais nem aos tipos sociais”, cfr. HELENA BRITO, *O Contrato...*, 1990, pág. 169 e 179.

<sup>258</sup> A propósito do conceito de contrato nominado, v. *inter alia*, GALVÃO TELLES, *Manual...*, 2002, pág. 467 e ss.

assume uma *performance* distinta das restantes formas de colocação de valores mobiliários, na medida em que determina a vinculação do intermediário financeiro a obrigações que implicam não apenas uma acrescida assumpção de risco mas também um maior comprometimento e uma maior cruzamento entre os seus objectivos e os objectivos da entidade emittente<sup>259</sup>.

Para além disso, atendendo à ausência da referência à colocação no *nomen iuris* atribuído ao contrato em questão, poderá equacionar-se uma diferente perspectiva, que afaste a hipótese de incorporação da tomada firme na colocação<sup>260</sup>. Importa então questionar se a tomada firme deverá ou não ser reconduzida à colocação.

Oferecendo uma resposta negativa a esta questão, encontramos quem considere que “[actualmente], e perante o novo Código, essa actividade [de colocação] passou a ser objecto de três contratos distintos, autonomizados por lei – os contratos de assistência à oferta, colocação e tomada firme – a celebrar entre a entidade oferente e os intermediários financeiros”<sup>261</sup>. O autor citado prossegue, afirmando que, o “contrato de tomada firme foi também autonomizado do contrato de colocação”. Esta afirmação esbarra, de imediato, com a letra da lei, à qual o próprio autor recorre, logo em seguida, para descrever o contrato de tomada firme como “a situação em que o intermediário financeiro adquire os valores que são objecto da oferta pública de distribuição e se obriga a colocá-los por sua conta e risco (...)”<sup>262</sup>.

Partindo da letra da lei, a conclusão só poderá ser a de que a tomada firme é uma das modalidades de colocação de valores mobiliários. O legislador foi claro ao procurar preservar a herança do antigo C°MVM, assentando a regulação desta figura, no actual CVM, numa secção cuja epígrafe é “Assistência e colocação”, servindo-se do artigo 339º, sistematicamente inserido entre a norma relativa à colocação simples (artigo 338º) e a nor-

---

<sup>259</sup> A relevância da distinção feita pelo próprio C°MVM entre a colocação e a subscrição restringe-se à compreensão da singularidade da tomada firme. Esta irrelevância decorre do facto de, actualmente, não ser feita, no CVM, a distinção entre mercado primário e secundário e não se encontrar qualquer referência à *subscrição indirecta*, o que permitiu salientar a importância assumida pela intervenção do intermediário financeiro, base para o critério de distinção entre estas várias modalidades de colocação. No entanto, a dialéctica entre as duas perspectivas (e fases) do processo de emissão (a saber, a subscrição perspectivada do lado dos investidores e a colocação do lado do oferente e da possível intervenção de um intermediário financeiro) permite-nos hoje compreender as questões envolvidas nos institutos usados para a oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

<sup>260</sup> De notar que, já na vigência do C°MVM, a tomada firme se destacava como sendo uma das formas de colocação indirecta (por ser levada a cabo pelo intermediário financeiro e não directamente pelo oferente), que tinha como efeito a imposição aos destinatários da oferta de uma subscrição indirecta, na medida em que, ao contrário das restantes formas de colocação que resultavam numa subscrição directa por parte dos investidores, ao *tomar firme*, o intermediário financeiro subscrevia previamente a emissão, que só depois oferecia ao público. V. *supra*, Capítulo I.

<sup>261</sup> MENEZES LEITÃO, *Actividades...*, 2000, pág. 142.

<sup>262</sup> Sublinhado nosso.

ma que regula a garantia de colocação (artigo 340º), ambas figuras unanimemente consideradas como modalidades de colocação.

A posição defendida acompanha grande parte da doutrina que afirma que “[o] *serviço de colocação pode, em termos típicos, assumir uma de três modalidades: (i) colocação com prévia tomada firme; (ii) colocação garantida; e (iii) simples colocação*”<sup>263</sup> e que refere expressamente ser a tomada firme um “*tipo de contrato de colocação em que o intermediário financeiro assume uma obrigação de resultado*”<sup>264</sup>.

Os argumentos que até aqui apresentámos baseiam-se, fundamentalmente, no elemento literal e sistemático da regulação deste contrato. Mas a conclusão por uma resposta afirmativa à questão de saber se a tomada firme é ou não uma das formas de colocação de valores mobiliários cruza com a qualificação da própria colocação e com a necessidade de destrição dos vários elementos integrantes da tomada firme.

A denominada colocação simples ou colocação *stricto sensu* caracteriza-se, essencialmente, pela obrigação assumida pelo intermediário financeiro de desenvolver os melhores esforços com vista à distribuição dos valores mobiliários objecto da oferta<sup>265</sup>. Ora, esta obrigação de diligência não é exclusiva da colocação simples, antes se verificar igualmente quer na garantia de colocação quer na tomada firme. Nestes dois últimos, são acrescentadas “*prestações que figuram como um plus em relação ao dever de melhores esforços na distribuição*”<sup>266</sup>.

Articulando este pressuposto com a noção de tipo contratual, definida como “*o conjunto de contratos compostos pela mesma combinação de elementos necessários*”<sup>267</sup>, podemos extrair a conclusão de que a colocação (simples) representa não uma modalidade de colocação mas antes, ela própria, um tipo contratual. Os contratos de garantia de colocação e de tomada firme, por sua vez, conformam subtipos do contrato de colocação que, sem prejuízo da presença necessária dos elementos caracterizadores da colocação, acrescentam prestações típicas de outros negócios jurídicos, que se cumulam com as obrigações inerentes da colocação<sup>268</sup>.

<sup>263</sup> Cfr. CARLOS COSTA PINA, *Instituições...*, 2005, pág. 352

<sup>264</sup> JOSÉ MARIA PIRES, *Elucidário...*, 2002, pág. 828. V., ainda, AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 332: “*Devemos ter, antes de mais, presente que se trata de uma das espécies de contratos de colocação, inserindo-se, pois, dentro da prestação de serviços por um intermediário financeiro à entidade emitente*”.

<sup>265</sup> Artigo 338º nº1 do CVM.

<sup>266</sup> PAULO CÂMARA, *Manual...*, 2009, pág. 444.

<sup>267</sup> Cfr. FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II*, 2007, pág. 23.

<sup>268</sup> Desta forma, concordamos apenas parcialmente com PINTO DUARTE, uma vez que o autor afirma que a apenas a garantia de colocação é considerada um subtipo da colocação, deixando a tomada firme fora desta qualificação, cfr. PINTO DUARTE, *Contratos...*, pág. 356.



### 12.1. Subtipo: garantia de colocação

No que respeita à garantia de colocação, à obrigação de melhores esforços acresce uma obrigação ligada ao próprio resultado da distribuição, na medida em que o intermediário financeiro se obriga a adquirir os valores mobiliários que não forem subscritos pelos investidores<sup>269</sup>, com vista a garantir o sucesso da oferta.

Tendo em conta que estamos perante um subtipo, será necessário destrinçar quais dos elementos fazem parte da colocação como tipo e quais os elementos que a este se adicionam. Assim, quanto aos primeiros, remetemos para o que foi dito quanto à qualificação como prestação de serviços. Já no que respeita ao *plus* que caracteriza este contrato, salientamos a finalidade inerente à obrigação de aquisição a que o intermediário financeiro se vincula e que é uma obrigação de garantia<sup>270</sup>, que visa assegurar o resultado positivo da oferta e que está dependente da ocorrência de um evento condicional: a existência de valores mobiliários remanescentes, não subscritos pelos investidores<sup>271</sup>. Verificado este evento, deverá o intermediário financeiro adquirir esses valores mobiliários, permitindo, como evitar ou reduzir o risco de subscrição incompleta<sup>272</sup>.

Afastamos as soluções que qualificam o contrato de garantia de colocação como subscrição sujeita a condição resolutiva ou a condição suspensiva<sup>273</sup>. Seguir por qualquer um destes dois caminhos implicaria considerar que os valores mobiliários seriam subscritos no momento da celebração do contrato de garantia de colocação, logo, que também neste caso existiria uma aquisição *a priori*, com eficácia retroactiva dos seus efeitos, por parte do intermediário financeiro, dos valores mobiliários objecto da oferta.

Esta posição esbarra não apenas com a posição que tomámos aquando da distinção entre as várias modalidades de colocação (que agora clarificamos que, em rigor, devem ser qualificadas como tipo e respectivos subtipos), como também, na nossa opinião, com o propósito do regime legal deste contrato, na medida em que, a aquisição por parte do intermediário financeiro, a ser exigível, só ocorrerá no final do período de subscrição<sup>274</sup>.

---

<sup>269</sup> V. *supra*, 5.1.2. do Capítulo II.

<sup>270</sup> Cfr. FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II*, 2007, pág. 199.

<sup>271</sup> De notar que a sujeição da eficácia à verificação de um evento não é aplicável a todo o contrato mas apenas à obrigação de aquisição dos valores mobiliários remanescentes.

<sup>272</sup> Afirmando, expressamente, tratar-se de um contrato de garantia, FÁTIMA GOMES, *Subscrição...*, 1994, pág. 225. Em sentido contrário, AMADEU FERREIRA, *Direito...*, 1997, pág. 327.

<sup>273</sup> Sendo a referida condição a não subscrição total dos valores mobiliários por parte dos investidores.

<sup>274</sup> Normalmente, no último dia do período de subscrição. Em sentido divergente, considerando que esta aquisição só ocorre após o apuramento dos resultados da oferta, v. PAULO CÂMARA, *Manual...*, 2009,

Esta conclusão afasta a possibilidade de subscrição anterior à oferta, mesmo que com os efeitos paralisados em virtude da oposição de uma condição suspensiva.

## 12.2. Subtipo: tomada firme

A recondução da tomada firme como subtipo processa-se, como referimos, através do aditamento de características ao tipo. Resta saber que características são essas e como podem qualificar-se.

De acordo com a posição que assumimos ao longo do presente trabalho, essencialmente no que respeita à caracterização dos vários elementos do contrato de tomada firme<sup>275</sup>, consideramos que o aditamento característico da tomada firme deve distinguir-se consoante se trate de uma OPS ou de uma OPV. No primeiro caso, à obrigação de colocação soma-se a subscrição pelo intermediário financeiro das acções a distribuir; por outro lado, no caso das OPV's, acrescenta-se à colocação a aquisição das acções objecto da oferta.

Estas conclusões levam-nos a equacionar a qualificação do contrato de tomada firme como um contrato misto, uma vez que implicam a combinação ou associação de elementos da colocação com elementos da subscrição ou da compra e venda, consoante o caso.

O n.º 1 do artigo 405.º do Código Civil<sup>276</sup>, no âmbito do princípio da liberdade contratual, dispõe que as partes possam “*reunir no mesmo contrato regras de dois ou mais negócios, total ou parcialmente regulados na lei*”. A generalidade da doutrina retira, do enunciado legal, a legitimação dos contratos mistos. Estes tanto podem designar “*tipos derivados da combinação entre outros tipos (...) como contratos atípicos em que se reconhecem combinações entre contratos típicos*”<sup>277</sup>.

Merece relevo, neste ponto, fazer a distinção entre a noção de contrato misto e o conceito de união de contratos. No contrato misto dá-se a fusão, num só negócio jurídico, de elementos distintos de dois ou mais negócios que perdem a sua autonomia no esquema

---

pág. 445. Discordamos do autor na medida em que, sendo o apuramento dos resultados da oferta uma fase posterior à mesma, a subscrição terá de se ter verificado antes dessa fase e ainda no período destinado a essa subscrição.

<sup>275</sup> V. *supra*, Capítulo III.

<sup>276</sup> Doravante, CC.

<sup>277</sup> Cfr. FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos II*, 2007, pág. 22. No mesmo sentido, v. GALVÃO TELLES, 2002, pág. 469, que considera que “*há convenções mistas típicas, porque têm expressa consagração legal, e outras atípicas, porque não a possuem*”. Sabemos já que a tomada firme se inclui nas primeiras. Em sentido contrário, PINTO DUARTE: “[os] contratos mistos devem, pois, ser considerados como contratos atípicos (...)”, cfr. DUARTE, Rui Pinto – *Tipicidade e Atipicidade dos Contratos*, Coleção Teses, Almedina, 2000, pág. 49.

negocial unitário e passam a fazer, simultaneamente, parte do conteúdo do “novo” contrato<sup>278</sup>. Pelo contrário, na união de contratos há não uma fusão mas antes um cúmulo dos contratos unidos que se mantêm diferenciados<sup>279</sup>, preservando a sua autonomia e independência<sup>280</sup>, cruzando-se apenas no elemento que os liga e que pode assumir variadas formas, na medida em que um dos contratos pode “*funcionar como condição, contraprestação ou motivo do outro*”<sup>281</sup>.

Concretizando: a subscrição ou a compra e venda são elementos que se acrescentam aos elementos característicos da colocação e que têm carácter instrumental deste tipo, na medida em que, a realização das finalidades subjacentes à oferta pública de distribuição através da obrigação de colocação depende, no caso da tomada firme, do facto de ter ocorrido a *traditio* dos valores mobiliários para a esfera jurídica do intermediário financeiro<sup>282</sup>. Assim sendo, podemos confirmar a ausência de autonomia de qualquer um dos negócios jurídicos (e respectivas prestações) que incorporam o contrato de tomada firme, concluindo pelo carácter misto do contrato.

Quanto à natureza jurídica da tomada firme, pronunciaram-se várias vozes em diferentes sentidos. As principais posições da doutrina no que respeita ao contrato de tomada firme propõem a qualificação como contrato a favor de terceiro, negócio de interposição real (mandato para alienar) e negócio fiduciário<sup>283</sup>.

Deste modo, destacamos os autores que consideram tratar-se de um negócio fiduciário<sup>284</sup>. Quanto a esta explicação da natureza da tomada firme, demos dizer que, apesar de concordarmos com RAÚL VENTURA quando afirma que “[como] *negócio fiduciário, explica-se a ligação entre o efeito real do negócio – aquisição pelo Banco do direito sobre as acções – e o efeito obrigacional do mesmo – obrigação pelo Banco de dar um certo destino às acções que adquiriu*”<sup>285</sup>, consideramos desnecessário recorrer a tal instituto, que encontra grandes resistências no nosso sistema

---

<sup>278</sup> ANTUNES VARELA, *Das Obrigações...*, 2005, pág. 284 e GALVÃO TELLES, *Manual...*, 2002, pág. 469.

<sup>279</sup> Cfr. GALVÃO TELLES, *Manual...*, 2002, pág. 475.

<sup>280</sup> Neste sentido, CARVALHO, Orlando de – *Negócio Jurídico Indirecto (Teoria Geral)*, BFDUC, Suplemento X, 1952 *apud* PINTO DUARTE, *Tipicidade e Atipicidade...*, 2000, pág. 55.

<sup>281</sup> VARELA, João de Matos Antunes – *Das Obrigações em Geral*, vol. I, 10ª ed., reimp., Coimbra, Almedina, 2005 pág. 283.

<sup>282</sup> Este elemento característico é o fundamento que nos leva a concluir que se trata de um contrato real quanto à constituição, v. *supra*, ponto 5.1.3. do Capítulo II.

<sup>283</sup> As várias soluções de qualificação mencionadas são desenvolvidas com algum pormenor em HELENA BARROSO, *Subscrição...*, 1994, pág. 233 e ss.

<sup>284</sup> Defendendo esta teoria, PEDRO DE ALBUQUERQUE, *Direito de Preferência...*, 1993, pág. 367 e ss.

<sup>285</sup> RAÚL VENTURA, *Adaptação...*, 1980, pág. 94.

jurídico<sup>286</sup>, para encontrar o regime aplicável ao contrato de tomada firme e explicar de uma forma compreensível a sua natureza jurídica.

Na nossa opinião, o contrato de colocação com tomada firme combina as características do negócio jurídico de subscrição<sup>287</sup> (tratando-se de uma OPS) ou do contrato de compra e venda (se ocorrer no âmbito de uma OPV) com os elementos que formam o tipo contratual *colocação de valores mobiliários* e que se caracteriza, essencialmente, por uma obrigação de melhores esforços.

Este tipo contratual, destacado dos contratos de intermediação, abarca características do regime aplicável à classe dos contratos de prestação de serviços, na medida em que a prossecução desta actividade de intermediação configura a prestação de um serviço de investimento em valores mobiliários.

Esta “miscelânea” de elementos de vários tipos, categorias, classes, (ou simplesmente, como dissemos, ocorrências negociais), denominada contrato misto, é temperada pelo elemento subjectivo, essencial nestes contratos, que é a exigência de legitimidade do interveniente, elemento esse que determina que seja concedido, aos intermediários financeiros autorizados, o monopólio do exercício profissional destas actividades.

Por último, faremos uma breve referência à relação jurídica que se estabelece entre o intermediário financeiro e os investidores, no âmbito da colocação dos valores, que assume algumas particularidades quando se trate de um aumento de capital. Essas particularidades resultam do facto de parte (ou a totalidade) dos adquirentes poderem ser os accionistas da sociedade, com direito de preferência na aquisição das acções em causa, que justifica a previsão expressa na lei de uma das obrigações impostas ao intermediário financeiro, aquando da celebração do contrato<sup>288</sup>.

Neste contexto, a qualificação jurídica do contrato não suscita questões de maior, no sentido em que a relação entre o intermediário financeiro e os investidores não será distinta de uma relação normal entre vendedor e comprador de participações sociais (sendo o intermediário financeiro o seu titular). Contudo, será interessante considerarmos a exis-

---

<sup>286</sup> Apesar de existirem propostas da doutrina para a sua implementação no direito português, como é o caso de TOMÉ, Maria João Vaz e CAMPOS, Diogo Leite de – *A Propriedade Fiduciária (Trust), Estudo Para a Sua Consagração no Direito Português*, Coimbra, Almedina, 1999.

<sup>287</sup> A referência à subscrição usando uma fórmula tão ampla quanto a noção de negócio jurídico tem o propósito explícito de não tomar posição quanto à controvérsia doutrinária que a caracteriza, quer porque consideramos que esta opção não afecta a qualificação do contrato de tomada firme, uma vez que, como defendemos, esta é apenas uma parte do mesmo (e aditamento ao tipo contratual), quer porque essa análise, que tem tanto de interesse como de profundidade, implicaria a ultrapassagem das fronteiras a que estamos restritos. A este propósito v. HELENA BARROSO, *Subscrição...*, 1994, pág. 93 e ss.

<sup>288</sup> Prevista pelo n.º 3 do artigo 339.º.

tência de três níveis negociais: num primeiro nível, temos a relação que se estabelece entre o intermediário financeiro e a entidade emitente, cuja base é o contrato de colocação (prestação de serviços) com tomada firme (subscrição ou compra); num segundo nível, encontra-se a relação entre a entidade emitente e os accionistas, sustentada pelo contrato de sociedade e, como terceiro nível, a relação que se estabelece entre o intermediário financeiro e os investidores (contrato de compra e venda).

## Conclusão

---

A evolução legislativa da regulação do contrato de colocação com tomada firme, apesar de ter mantido o núcleo essencial do instituto, reflectiu também as tendências legislativas das últimas décadas.

Se em 1991, a “*desconfiança sistemática*” do Código Sapateiro imprimiu uma grande preocupação com o detalhe na regulação dos institutos, o intuito do CVM era, essencialmente, o de simplificar e flexibilizar o sistema, reflectindo a confiança na sua coerência e na capacidade de adaptação à constante mutação dos mercados. O regime actual da tomada firme espelha esses princípios mas também deixa de fora a resposta expressa para algumas questões com interferência na prática negocial.

Entre elas, salientámos a questão de saber qual o regime aplicável às acções na pendência da oferta, no pressuposto de que há uma aquisição pelo intermediário financeiro, quer das acções quer dos direitos inerentes.

Esta posição mostrou ter repercussões ao nível do exercício desses mesmos direitos, entre os quais salientámos o direito de voto e, consequentemente, os níveis de funcionalidade da técnica de imputação desse direito, conformados quer no regime das participações qualificadas, quer no dever de lançamento de OPA obrigatória.

Procurámos resposta a esta questão através de uma análise dos vários elementos do contrato e das soluções oferecidas pelo CVM, quer na letra quer no espírito da lei. Concluímos, numa fase final deste estudo, que a denominada colocação simples configura um tipo contratual, pela reunião de um conjunto de elementos que vêm a estar também presentes nos seus subtipos: o contrato de garantia de colocação e o contrato de tomada firme. Estes elementos permitem balizar a actuação do intermediário financeiro como titular das acções objecto da oferta.

Muitas são as questões que gostaríamos de ver tratadas ou aprofundadas mas cuja análise, por razões óbvias, teve de ser cerceada. Restringindo-nos aos recursos de que dispúnhamos, procurámos centrar as atenções no instituto em análise, abarcando as matérias que o circundam, apenas na medida do essencial para a compreensão do regime.

Da posição por nós defendida, deve salientar-se a preocupação pelos princípios de protecção do mercado e confiança dos investidores, procurando alcançar o ponto de equi-

líbrio entre as consequências da titularidade e exercício do direito de voto e a profissionalidade que caracteriza a actividade de intermediação.

## Bibliografia

---

AAVV - *Código do Mercado de Valores Mobiliários e Legislação Complementar (Anotado e Comentado)*, Associação da Bolsa de Derivados do Porto, Porto, 1996.

ABREU, J. M. Coutinho de – *Curso de Direito Comercial*, vol. II, 2ª ed., Coimbra, Almedina, 2007.

AGUIAR, Conceição - “Sobre a Perda da Qualidade de Sociedade Aberta”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 30, 2008, pág. 79 a 90.

ALBUQUERQUE, Pedro de – *Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e nas Sociedades por Quotas*, Coimbra, Almedina, 1993.

ALMEIDA, António Pereira de – “Sociedades Abertas”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VI, Coimbra, Coimbra Editora, pág. 9 a 49.

ALMEIDA, António Pereira de – *Sociedades Comerciais e Valores Mobiliários*, 5ª ed., Coimbra, Coimbra Editora, 2008.

ALMEIDA, Carlos Ferreira de – “As Transacções de Conta Alheia no Âmbito da Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1997, pág. 291 a 309.

ALMEIDA, Carlos Ferreira de - “O Código dos Valores Mobiliários e o Sistema Jurídico”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 7, 2000, pág. 20 a 47.

ALMEIDA, Carlos Ferreira de - *Contratos I*, 3ª ed., Coimbra, Almedina, 2005.

ALMEIDA, Carlos Ferreira de - *Contratos II*, Coimbra, Almedina, 2007.

ALMEIDA, Ferreira de – “Registo de Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VI, Coimbra, Coimbra Editora, 2006, pág. 51 a 138.



ALMEIDA, José Queirós de - Contratos de Intermediação Financeira Enquanto Categoria Jurídica, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 24, 2006, pág. 291 a 303.

ALVES, António Manuel da Rocha – *Responsabilidade Civil do Intermediário Financeiro pelo Conteúdo do Prospecto de Oferta Pública de Subscrição*, Dissertação de Mestrado na área de Ciências Jurídicas, dactilografada, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa, 2002.

ASCENSÃO, José de Oliveira – “As acções”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra, Coimbra Editora, 2001, pág. 57 a 90.

BARROSO, Helena C. Tapp - *Subscrição de acções através de Intermediários financeiros, o caso especial da tomada firme*, Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídico-Comerciais, Lisboa, 1994.

BORGES, Sofia Leite e OLIVEIRA, Catarina Gonçalves de - “A Transposição em Portugal da DMIF e da Directiva da Transparência”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, nº 19, 2008, pág. 25 a 40.

BRITO, Maria Helena - *O Contrato de Concessão Comercial*, Coimbra, Almedina, 1990.

CACHON BLANCO, José Henrique – *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas de venta de valores*, Madrid, Dykinson, 1996.

CÂMARA, Paulo - “A Oferta de Valores Mobiliários realizada através da Internet”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 1, 1997, pág. 13 a 51.

CÂMARA, Paulo - “Emissão e Subscrição de Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997, pág. 201 a 241.

CÂMARA, Paulo – “O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 7, 2000, pág. 196 a 268.

CÂMARA, Paulo – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2009.

CARVALHO, Orlando de – *Negócio Jurídico Indirecto* (Teoria Geral), BFDUC, Suplemento X, 1952.

CASTRO, Carlos Osório de – “Acções Preferenciais Sem Voto”, *Problemas do Direito das Sociedades* (obra colectiva), Coimbra, IDET/Almedina, 2002.

CASTRO, Carlos Osório de – “A Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 7, 2000, pág. 162 a 193.

CASTRO, Carlos Osório de – *Valores Mobiliários Conceito e Espécies*, 2ª ed., Porto, Universidade Católica Portuguesa, 1998.

COELHO, Eduardo de Melo Lucas – *Direito de Voto dos Accionistas nas Assembleias Gerais das Sociedades Anónimas*, Lisboa, Editora Rei dos Livros, 1987.

CORDEIRO, António Menezes – “Acções Preferenciais sem Voto”, *R.O.A.*, vol. III, 2000, pág. 1001 a 1056.

CORDEIRO, António Menezes – *Tratado de Direito Civil Português*, Tomo I, 2ª ed., Coimbra, Livraria Almedina, 2000.

COUTO, Ana Sá – “Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPA”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 25, 2006, pág. 70 a 78.

DUARTE, Rui Pinto - “Contratos de Intermediação no Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 7, Abril de 2000, pág. 352 a 372.

DUARTE, Rui Pinto – *Tipicidade e Atipicidade dos Contratos*, Colecção Teses, Almedina, 2000.

ESTACA, José Marques – “O Destaque dos Direitos de Voto em face do Código dos Valores Mobiliários”, *Estudos em Honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*, vol. II, Coimbra, Almedina, 2008, pág. 1347 a 1361.

FARIA, José Manuel - “Regulando a Actividade Financeira, as Actividades de Intermediação Financeira: Razões e Critérios Gerais para a Compartimentação”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 15, 2002, pág. 263 a 286.

FERREIRA, Amadeu José - *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, AAFDL, 1997.

FERREIRA, Amadeu José – *Valores Mobiliários Escriturais, Um Novo Modo de Representação e Circulação de Direitos*, Coimbra, Almedina, 1997.

FERREIRA, Elsa - “A Directiva Relativa a Mercados e Instrumentos Financeiros: um Marco Regulatório e os seus Desafios para os Agentes do Mercado”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 25, 2006, pág. 28 a 42.

FURTADO, Jorge Henrique Pinto – *Curso de Direito das Sociedades*, 5ª ed. Coimbra, Almedina, 2004.

GIÃO, João Sousa – “Notas sobre o enunciado fim do bloqueio de acções como requisito do exercício do direito de voto em sociedades cotadas”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 21, 2005, pág. 48 a 56.

GOMES, Fátima - “Contratos de Intermediação Financeira (Sumário Alargado)”, *Estudos dedicados ao Prof. Doutor Mário Júlio Brito de Almeida Costa*, Universidade Católica Editora, 2002, pág. 565 a 599.

GOMES, Fátima, “Subscrição Indirecta e Tomada Firme”, *Direito e Justiça*, vol. VIII, Tomo I, 1994, pág. 201 a 292.

GOMES, Manuel Januário da Costa – *Contrato de Mandato*, reimp., Lisboa, AAFDL, 2007.

GUINÉ, Orlando Vogler – “Do Contrato de Gestão de Carteiras e do Exercício do Direito de Voto”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VIII, Coimbra, Coimbra Editora, 2008, pág. 151 a 181.

JORGE, Fernando Pessoa – *O Mandato Sem Representação*, Coimbra, Almedina, 2001.

- LEITÃO, Luís M. T. de Menezes - “Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, pág. 129 a 156.
- LEITÃO, Luís M. T. de Menezes - *Direito das Obrigações*, vol., I, 5ª ed., Coimbra, Almedina, 2006.
- LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel - *Fundamentals of Securities Regulation*, 4<sup>th</sup> ed., New York, Aspen Law & Business, 2001, pág. 63 a 83.
- MACHADO, João Baptista - *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, Coimbra, Almedina, 2006.
- MAIA, Pedro - “Deliberações dos Sócios”, *Estudos de Direito das Sociedades*, 9ª ed., Coimbra, Almedina, 2008, pág. 235 a 275.
- MARTINS, Alexandre Soveral - “Valores Mobiliários [Acções]”, *Cadernos do IDET*, nº 1, Coimbra, Almedina, 2003.
- MARTINS, Alexandre Soveral e RAMOS, Maria Elisabete - “As Participações Sociais”, *Estudos de Direito das Sociedades*, 9ª ed., Coimbra, Almedina, 2008, pág. 131 a 171.
- MARTINS, José Pedro Fazenda - “Deveres dos Intermediários Financeiros, em especial, os Deveres para com os Clientes o Mercado”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 7, 2000, pág. 330 a 349.
- MATIAS, Armindo Saraiva - *Direito Bancário*, Coimbra, Coimbra Editora, 1998.
- OLAVO, Carlos - “Deveres e Direitos dos Sócios nas Sociedades por Quotas e Anónimas”, *Estruturas Jurídicas da Empresa*, Lisboa, AAFDL, 1989.
- PEREIRA, Maria Rebelo - “Contratos de Registo e Depósito de Valores Mobiliários Confeito e Regime”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 15, 2002, pág. 317 a 332.
- PINA, Carlos Costa - *Instituições e Mercados Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2005.

PIRES, Florbela de Almeida - *Emissão de Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1999.

PIRES, José Maria - *Direito Bancário*, 2º vol., [As operações bancárias], Editora Rei dos Livros, 1995.

PIRES, José Maria - *Elucidário de Direito Bancário*, Coimbra, Coimbra Editora, 2002.

PRATA, Ana – *Dicionário Jurídico*, 4ª ed., Coimbra, Almedina, 2006.

QUINTÁNS EIRAS, Maria Rocío – “Las Relaciones de Intermediación en la Colocación de Valores”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1999, pág. 197 a 246.

RESENDE, João Mattamouros – “A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 26, 2000, pág. 59 a 69.

RIPERT, G. e ROBLOT, R. – *Traité de Droit Commercial*, Tome 2, 16º ed., Paris, L.G.D.J., 2002.

ROCHA, Rafaela – “Categorização de Investidores no Âmbito da Intermediação Financeira, Apontamentos sobre o Novo Regime”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº27, 2007, pág. 97 a 106.

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, Carmen – *El Contrato de Colocación Bancario en el Mercado de Valores*, Granada, 2004.

SANTOS, Jorge Costa – “Direitos Inerentes aos Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997, pág. 55 a 98.

SILVA, João Soares da – “Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 26, 2007, pág. 47 a 58.

SILVA, Paula Costa e – “A imputação dos direitos de voto na oferta pública de aquisição”, *Jornadas sobre Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra, Almedina, 2007, pp. 243 a 282.

- SOARES, António – “Direitos Inerentes a Valores Mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. I, Coimbra, Coimbra Editora, 1999, pág. 133 a 166.
- SOARES, Maria Ângela C. Bento – “Aumento do Capital”, *Problemas do Direito das Sociedades*, Coimbra, IDET/Almedina, 2002, pág. 227 a 255.
- TELLES, Inocêncio Galvão – *Introdução ao Estudo do Direito*, vol. I, 11<sup>a</sup> ed., Coimbra, Coimbra Editora, 1999.
- TELLES, Inocêncio Galvão – *Manual dos Contratos em Geral*, Coimbra, Coimbra Editora, 2002.
- TOMÉ, Maria João Vaz e CAMPOS, Diogo Leite de – *A Propriedade Fiduciária (Trust), Estudo do Para a Sua Consagração no Direito Português*, Coimbra, Almedina, 1999.
- TORRES, Nuno Maria Pinheiro – *Da Transmissão de Participações Sociais Não Tituladas*, Porto, Universidade Católica Portuguesa, 1999.
- VARELA, João de Matos Antunes – *Das Obrigações em Geral*, vol. I, 10<sup>a</sup> ed., reimpressão, Coimbra, Almedina, 2005.
- VASCONCELOS, Maria João S. Pestana de – “Do Direito de Preferência dos Sócios em Aumentos de Capital nas Sociedades Anónimas e por Quotas”, *Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais*, Vol. III, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pág. 503 a 558.
- VASCONCELOS, Pedro Pais de – *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, 2<sup>a</sup> ed., Coimbra, Almedina, 2006.
- VEGA PÉREZ, Félix – “Intervención Bancaria en la emisión y colocación de valores negociables”, *Instituciones del mercado financiero. Operaciones bancarias de gestión III*, La Ley, 1999, pág. 1199 a 1231.
- VEIGA, Alexandre Brandão da - “A Profissionalidade na Intermediação Financeira”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 10, 2001.

VEIGA, Alexandre Brandão da – “Sistemas de Controlo de Valores no Novo Código de Valores Mobiliários”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 7, 2000, pág. 106 a 128.

VEIGA, Alexandre Brandão da – *Transmissão de Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2004.

VENTURA, Raúl – “Adaptação do direito português à 2ª Directiva do Conselho da Comunidade Económica Europeia sobre o Direito das Sociedades”, *Separata do Boletim do Ministério da Justiça*, nº 3, Lisboa, Documentação e Direito Comparado, 1980.

VENTURA, Raúl – “Ofertas Públicas de Aquisição e de Venda de Valores Mobiliários”, *Revista da Faculdade de Direito (Separata)*, Lisboa, 1992.

VENTURA, Raúl - *Alterações do Contrato de Sociedade*, 2ª ed., Coimbra, Almedina, 1996.

VENTURA, Raúl – *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, reimpressão, Coimbra, Almedina, 2003.